

UNIVERSIDADE DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO



UM ESTUDO SOBRE O ACIONISTA PREFERENCIAL

*AS COORDENADAS NORMATIVAS NO “RENOVADO” REGIME LEGAL
DAS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO*

**Dissertação de Mestrado Científico em
Ciências Jurídico-Comerciais**

Orientadora:

Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira

Manuel Barbosa Alves de Moura

Lisboa, maio de 2017



ÍNDICE

ABREVIATURAS	6
RESUMO / ABSTRACT	8
1. INTRODUÇÃO	9
1.1 Apresentação do problema	9
1.2 Exposição e delimitação do tema	12
2. O CAPITAL SOCIAL E A IDENTIDADE ACIONISTA.....	14
2.1 Sobre o capital social.....	14
2.1.1 Noção de capital social	14
2.1.2 As funções do capital social	24
2.2 A posição jurídica do acionista.....	30
2.2.1 A participação social	30
2.2.2 Obrigações dos acionistas.....	42
2.2.3 Direitos dos acionistas	49
3. OS DIREITOS ESPECIAIS NAS SOCIEDADES ANÓNIMAS	73
3.1 Os direitos especiais	73
3.1.1 Enquadramento.....	73
3.1.2 Regime comum.....	73
3.1.3 Regimes especiais: as sociedades anónimas.....	77
3.2 As categorias de ações e os direitos especiais	82
3.2.1 As categoriais de ações e o seu conteúdo	82



3.2.2	Conceito de direitos especiais.....	87
4.	AS AÇÕES PREFERENCIAIS	91
4.1	Evolução histórica das ações preferenciais sem direito de voto.....	91
4.1.1	O nascimento das ações preferenciais	91
4.1.2	As ações preferenciais na lei portuguesa	95
4.2	As ações preferenciais sem direito de voto noutros ordenamentos jurídicos	104
4.2.1	Enquadramento.....	104
4.2.2	Alemanha.....	104
4.2.3	Espanha.....	106
4.2.4	As ações preferenciais nos principais sistemas de Common Law	107
4.3	O “renovado” regime das ações preferenciais sem direito de voto	109
4.3.1	Enquadramento.....	109
4.3.2	Da criação de ações preferenciais sem direito de voto	112
4.3.3	Os direitos especiais dos acionistas preferenciais.....	128
4.3.4	Falta de pagamento do dividendo prioritário.....	144
4.3.5	Quanto aos demais direitos.....	148
4.3.6	A natureza jurídica das ações preferenciais sem direito de voto	152
4.4	As demais ações preferenciais.....	155
4.4.1	Enquadramento.....	155
4.4.2	As ações preferenciais remíveis.....	156
4.4.3	“Outros tipos de ações preferenciais”	158
5.	CONCLUSÕES	160
	BIBLIOGRAFIA.....	161



ABREVIATURAS

AAFDL	Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa
AA. VV.	<i>Autori Vari</i>
AktG	<i>Aktiengesetz</i> ¹
BMJ	Boletim do Ministério da Justiça
CC	Código Civil ²
CCit	<i>Codice Civile</i> ³
CIRE	Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas ⁴
CRC	Código do Registo Comercial ⁵
CSC	Código das Sociedades Comerciais ⁶
CMVM	Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários
CVM	Código dos Valores Mobiliários ⁷
DL	Decreto-Lei
DL 26/2015	Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro
DRE	Diário da República

¹ *Aktiengesetz* de 6 de setembro de 1965, publicada no BGBl (*Bundesgesetzblatt*) I, p. 1089.

² Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 47.344 de 25 de novembro de 1966, conforme alterado.

³ Aprovado pelo *Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262*, conforme alterado.

⁴ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 53/2004, de 18 de março, conforme alterado.

⁵ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 403/86, de 3 de dezembro, conforme alterado.

⁶ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/1986, de 2 de setembro, conforme alterado.

⁷ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, conforme alterado.



DSR	Direito das Sociedades em Revista
FDL	Faculdade de Direito de Lisboa
IDET	Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho
LSA	<i>Ley de Sociedades de Anonimas</i> ⁸
LSC	<i>Ley de Sociedades de Capital</i> ⁹
MBCA	<i>Model Business Corporation Act</i> ¹⁰
OPA	Oferta Pública de Aquisição
RDS	Revista de Direito das Sociedades
RDES	Revista de Direito e de Estudos Sociais
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
UCP	Universidade Católica Portuguesa

⁸ Aprovada pelo *Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre* (diploma já revogado).

⁹ Aprovada pelo *Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio*, conforme alterado.

¹⁰ De acordo com a revisão deste diploma em 2016, disponível no website da *American Bar Association* http://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/2016_mbca.authcheckdam.pdf.

RESUMO / ABSTRACT

Apesar da tendência crescente para a sua desvalorização, o capital social desempenha ainda nos dias de hoje em Portugal um papel decisivo na conformação do regime das sociedades de responsabilidade limitada, servindo de padrão para um lote alargado de matérias, sendo a entrada neste que confere ao investidor que subscreve ações a qualidade de acionista.

A esta qualidade de acionista inere um conjunto geral de direitos e obrigações que caracterizam a sua posição jurídica dentro da sociedade, no entanto, este leque de situações jurídicas pode ser moldado, em certa medida, nomeadamente pela criação de direitos especiais, que, nas sociedades anónimas são atribuídos a categorias de ações.

Um dos tipos de ações especiais mais importantes são as ações preferenciais sem direito de voto, cujo regime legal em Portugal foi recentemente alterado com vista à sua flexibilização com o intuito de estimular o sector de investimento. Contudo, ficaram algumas questões por resolver.

Despite the growing tendency to its depreciation, the share capital still has nowadays in Portugal a decisive role in the construction of the regime applicable to the limited liability companies, serving as reference to a wide range of matters, being the buy-in in it which gives to the investor that subscribes shares the shareholder condition.

To this condition inheres a group of general rights and obligations which characterise its legal status inside the company, however, this variety of legal situations may be shaped, in a certain manner, namely by means of the creation of special rights, which, in public limited companies are attributed to classes of shares.

One of the most important types of special shares are non-voting preference shares, whose legal regime in Portugal was recently amended aiming at its flexibilisation in order to stimulate the investment sector, However, some issues remained unsolved.

1. INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação do problema

No âmago do presente estudo está a disciplina do financiamento das sociedades comerciais e, em particular – e como o inculca o próprio título desta tese –, o financiamento das sociedades anónimas através de ações preferenciais. Por conseguinte, e uma vez descobrindo no cerne da discussão que se segue o regime jurídico das ações preferenciais, cumpre desde logo salientar que a presente dissertação tomará por seu objeto não o amplíssimo instituto do financiamento das sociedades comerciais, mas, ao invés, apenas alguns dos mecanismos de financiamento a que recorrem as sociedades anónimas¹¹.

Desde o seu nascimento que, na primeira metade do séc. XIX, as ações preferenciais se posicionaram no espetro do financiamento das sociedades comerciais com um propósito claro e concretamente definido: o de se afirmarem como uma alternativa entre o recurso a capitais próprios (tradicionalmente através de operações de aumento do capital social) e o recurso a capitais alheios (maioritariamente através da emissão de obrigações ou do financiamento através de crédito bancário). Com efeito, o surgimento das ações preferenciais é marcado pela procura do investimento necessário à capitalização da sociedade emitente junto dos seus próprios credores, procurando aliciá-los a converterem os seus créditos em ações representativas do capital social da devedora com o aceno de vantagens patrimoniais de “primeira classe”.

É, deste modo, num cenário bastante próprio que nascem e florescem as ações preferenciais, desenvolvendo-se ao longo dos anos como um valor mobiliário híbrido face à comunhão que em si encerram entre características típicas de capitais próprios e de capitais alheios. Mas o interesse destas ações não se basta com a sua complexidade a nível jurídico-financeiro, pelo que é igualmente fonte de forte debate científico (bem como de

¹¹ Não obstante, e como melhor se verá na exposição *infra*, algumas das matérias abordadas na presente dissertação não são exclusivas da disciplina das sociedades anónimas. Com efeito, parte dos temas que ora nos ocuparão são transversais ao Direito das Sociedades Comerciais, muitos deles conformando, inclusive, parte da raiz sobre que se edifica este ramo do Direito Privado. Todavia, e por respeito ao tema escolhido e à concentração de ideias que o mesmo exige, não serão aflorados os regimes jurídicos dos distintos tipos de sociedades comerciais.

amplo leque de questões de natureza prática) a sua característica fundamental, *i.e.* a sua especialidade.

A especialidade das ações preferenciais traz consigo a diferenciação entre os acionistas de uma sociedade comercial, é geradora de desigualdades entre os diversos acionistas e compreende uma natureza excecional frontalmente oposta ao princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas. Nestes termos, as ações preferenciais são muitas vezes a causa de conflitos no seio das sociedades comerciais, opondo acionistas ordinários a acionistas preferenciais, os primeiros tendencialmente com direitos de voto e assim habilitados a influenciar os destinos da sociedade, sendo os segundos comumente caracterizados pela sua presumida menor ligação à sociedade, vistos como desapegados de instinto empresarial sobre a mesma face ao maior interesse que depositam na obtenção de retornos rápidos e dotados de maior segurança (quando contrapostos aos tradicionais dividendos).

Na verdade, todavia, não é assim tão simples e bipolar a relação entre acionistas ordinários e acionistas preferenciais. No estágio atual da evolução da economia global há que contar com o exponencial desenvolvimento dos mercados de capitais e com a consequente liberalização da atividade de investimento financeiro. A proliferação de valores mobiliários e, mais amplamente, de instrumentos financeiros, trouxe consigo novas realidades e novos desafios ao Direito das Sociedades Comerciais. É hoje mais frequente (e até normal) a figura do acionista atomista e sem direito de voto individual, diluído na, não raras vezes, inmensurável extensão de acionistas que uma sociedade anónima congrega. Por outro lado, propagam-se os fenómenos de investimento societário realizados por investidores institucionalizados e/ou altamente qualificados (com ênfase para os fundos de investimento), em que é mister a sagaz procura de retorno financeiro e para quem instrumentos como as ações preferenciais representam oportunidades de investimento deveras apreciadas.

Esta “nova” natureza das coisas marca de modo indelével o plano jurídico das sociedades comerciais, quer no que respeita às relações entre os vários acionistas – seja opondo acionistas ordinários a preferenciais, seja ainda no que concerne à densificação da especialidade *supra* mencionada através do agrupamento dos vários acionistas por diferentes categorias de ações –, quer também no que tange à autonomia reclamada pelas sociedades

comerciais enquanto agentes económicos dotados de personalidade jurídica. É sob este prisma que se colocam alguns dos problemas de mais difícil resolução neste contexto, com particular ênfase para aqueles que surgem no âmbito do governo das sociedades, dos direitos e dos deveres dos acionistas, e, claro, da miríade de hipóteses imagináveis de confrontos entre os interesses dos vários acionistas ou, diferentemente, entre os interesses de determinados acionistas e o interesse da sociedade.

Como desde já se antevê, as ações preferenciais apresentam uma série de características que fazem delas valores mobiliários que não podem singelamente ser vistos como subtipos ou modalidades de outros valores mobiliários, exigindo para si autonomia dogmática e jurídica. Quanto ao seu regime legal, encontramos-lo plasmado no CSC entre as normas referentes às ações preferenciais sem direito de voto, e, por outro lado, pelas disposições solitárias que regem as ações preferenciais remíveis.

As ações preferenciais sem direito de voto foram objeto de particular enfoque na revisão do CSC levada a cabo há pouco mais de dois anos, através do DL 26/2015. O regime legal em questão sofreu um considerável número de alterações – entre elas a mudança do seu *nomen in iuris* –, transformando o figurino destas ações em vários planos, em particular, no que respeita ao dividendo prioritário que conferem. Aqui, o legislador desenhou novos contornos, quer pela expressa admissão de três modalidades de dividendos prioritários a serem pagos aos titulares destas ações, quer também pela consagração, de forma expressa, da possibilidade destes acionistas recorrerem a ação de execução específica com vista ao pagamento de dividendos prioritários em falta. Em jeito de remate cabe ainda salientar que, entre o elenco das alterações no contexto desta revisão do CSC, merece também destaque a única disposição aditada ao diploma legal que, por excelência, rege as sociedades comerciais, onde o legislador abriu de par em par as portas que continham o regime das ações preferenciais através da inserção de uma cláusula geral aberta no que toca à natureza preferencial das ações que uma sociedade anónima pode emitir.

Como pretendemos nesta introdução demonstrar, a figura das ações preferenciais, já de si complexa, e cujo regime legal sempre motivou profundas indagações quanto ao seu conteúdo e alcance, veio recentemente a passar por um processo de renovação que trouxe consigo uma multiplicidade de novas normas. Desde que foram consagradas legalmente pela

primeira vez na versão original do CSC, adquirindo por esta ocasião o estatuto de valores mobiliários típicos, nunca as ações preferenciais tinham passado por tamanha metamorfose. Deste modo, é no ensejo criado pelo DL 26/2015 que surge o presente estudo, motivado pelo enorme fascínio que as ações preferenciais nos despertam e justificado pela necessidade de revisitar a figura através de uma perspetiva mais lata, que não apenas do ponto de vista das ações preferenciais sem direito de voto. Sem prejuízo da maior preponderância que a sua análise assumirá, entendemos ser a vocação desta dissertação a reflexão sobre os problemas suscitados pela natureza das ações preferenciais e pela posição jurídica dos seus titulares no contexto da sociedade, inscrevendo assim o mote para estudo da figura do acionista preferencial que de seguida oferecemos.

1.2 Exposição e delimitação do tema

Face ao que ficou exposto *supra*, importa, pois, delinear sucintamente o plano a que obedecerá a exposição do tema que ora nos ocupa e, de igual modo, delimitar o escopo da nossa análise e reflexão através da definição dos seus contornos.

Por forma a melhor compreendermos a natureza do instituto das ações preferenciais, tomaremos como inevitável ponto de partida o estudo da matéria do capital social, dedicando, por isso, o próximo capítulo desta dissertação ao estudo do capital social e à ligação umbilical que este mantém com a figura da participação social. Neste sentido, procuraremos perceber não apenas o significado do capital social e o seu relevo no contexto das sociedades anónimas, mas, simultaneamente, o papel desempenhado pela participação social na determinação da posição jurídica do acionista, conformando o seu papel dentro da sociedade através das suas vertentes ativa e passiva.

De seguida, trataremos de abordar a problemática dos direitos especiais e, em concreto, da sua expressão no âmbito das sociedades anónimas. Consubstanciando as ações preferenciais, na nossa opinião, a manifestação típica de maior relevo nesta matéria, o estudo deste tipo de ações especiais não poderá deixar de ser efetuado com a devida contextualização e robustez sem que sejam vistos os principais aspetos da figura dos direitos especiais. Deste modo, neste capítulo intermédio encarregar-nos-emos de ver, ainda que de modo

necessariamente breve, como são criados estes direitos e qual o regime que impera em matéria da sua supressão ou coartação. Adicionalmente, não concluiremos este capítulo sem que nos detenhamos com o estudo do conceito e da natureza jurídica dos direitos especiais, tarefa de cariz exegético e teórico que nos amparará a perceção do regime prático das ações preferenciais.

Sucessivamente, entraremos no capítulo central desta dissertação, onde nos debruçaremos sobre a figura das ações preferenciais e começaremos por analisar a sua evolução histórica, seguida do estudo desta figura em ordenamentos jurídicos distintos do português com vista à perceção das suas características naqueles. Será, pois, neste ambiente que se perceberá a centralidade da figura das ações preferenciais sem direito de voto no plano desta dissertação (e da própria figura das ações preferenciais).

Com este ânimo, empreenderemos os nossos melhores esforços académicos na dissecação do regime jurídico das ações preferenciais no ordenamento jurídico português, oferecendo o nosso parecer jurídico sobre algumas das concretas soluções legais consagradas no CSC. Neste particular, merecerá especial destaque a revisão do CSC veiculada pelo DL 26/2015, então marcada pela inequívoca (e expressamente confessada) determinação no sentido da alteração do regime jurídico das ações preferenciais sem voto, visando dotá-lo de uma maior flexibilidade através do reforço dos poderes e da liberdade das sociedades comerciais emitentes destes valores mobiliários.

Finalmente, ofereceremos, no último capítulo da presente dissertação, o nosso contributo em matéria de ações preferenciais, partindo da alteração ao CSC abordada no capítulo precedente e colocando no centro do nosso exercício analítico o papel do acionista preferencial e a tutela jurídica que julgamos dever ser-lhe reconhecida. Aqui, trataremos de elencar as conclusões a que tivermos chegado em resultado da elaboração desta dissertação, procurando enuncia-las de forma concisa e na esperança que delas possa advir a utilidade científica necessária a uma melhor interpretação do regime jurídico das ações preferenciais.

2. O CAPITAL SOCIAL E A IDENTIDADE ACIONISTA

2.1 Sobre o capital social¹²

2.1.1 Noção de capital social

(i) *A presença e o relevo do capital social no contexto das sociedades anónimas*

Nas últimas décadas a figura do capital social tem sido protagonista de vários estudos científicos, sendo para nós fonte de acrescido interesse o seu estudo, essencialmente, claro, pelo papel que este desempenha no contexto das sociedades anónimas.

De facto, e como melhor veremos de seguida, o capital social reveste-se de redobrada relevância quando analisado sob o ponto de vista das sociedades anónimas, tipo societário que exprime, por excelência, a natureza das ditas sociedades de capitais. Todavia, o capital social não goza da mesma importância nos tipos societários em que se privilegia o carácter personalista das sociedades, ancorado nas pessoas que as constituem, ou, por outras palavras, no seio daquelas sociedades comerciais em que é predominante o *intuitus personae* por oposição ao *intuitus pecuniae* que se evidencia nas sociedades de capitais¹³.

O relevo do capital social que ora se analisa explica-se, desde logo, pela sua acentuada presença no âmbito do regime legal das sociedades comerciais. Com efeito, e analisando, neste momento, apenas o CSC, é possível perceber que o capital social se apresenta como um instrumento de que o legislador se socorre com grande frequência na conformação daquele regime legal¹⁴. Neste sentido, podemos encontrar a primeira menção ao

¹² Não é propósito deste estudo desenvolver a fundo a matéria do capital social, que já foi objeto de variadíssimos ensaios por parte de diversos Autores – e para os quais se remete no presente capítulo para maior desenvolvimento. Desta forma, pretendemos neste ponto explorar o conceito e a relevância do capital social na conjuntura das sociedades anónimas, em especial, no que concerne à ligação entre o seu significado e as ações da sociedade, representativas daquele, e através das quais se criam relações jurídicas entre esta e os acionistas.

¹³ Tal como explica TARSO DOMINGUES (cf. *Do Capital Social, Noção Princípios e Funções*, Boletim da Faculdade de Direito, Studia Iuridica, 33, 2.ª ed., Coimbra Editora, 2004, p. 17, nota n.º 8): “*Nas sociedades de capitais (cujo exemplo paradigmático são as SA) releva predominantemente o intuitus pecuniae [i. é, para o regime jurídico destas sociedades importa sobretudo a contribuição capitalística dos sócios, solução que se manifesta nomeadamente na rigorosa limitação da responsabilidade dos sócios (artigo 271.º do CSC), na atribuição do voto em função do capital (artigo 384.º do CSC), na livre transmissibilidade das participações sociais (artigos 326.º e segs. do CSC), etc.]; enquanto nas sociedades de pessoas (cujo expoente são as SENC) avulta sobretudo o intuitus personae*”, onde “*o regime jurídico tem sobretudo em conta a pessoa dos sócios*”.

¹⁴ Neste particular remetemos para o exaustivo exame na recolha das referências feitas pelo CSC ao capital social efetuado por TARSO DOMINGUES (cf. *Do Capital Social* cit., pp. 19 e 20, nota n.º 12).

capital social ainda no capítulo inicial do CSC¹⁵, referente ao âmbito de aplicação deste diploma, onde é feito apelo à função de organização por aquela desempenhada, que melhor analisaremos adiante¹⁶.

Por seu turno, e no que nos cabe para já enfatizar, o capital social figura no elenco dos elementos do contrato de sociedade inserido na parte geral do diploma que rege as sociedades comerciais, conforme resulta do artigo 9.º, n.º 1, alínea f) do CSC¹⁷. Este rol de elementos gerais, ou, nas palavras de COUTINHO DE ABREU, esta “*lista das menções obrigatórias gerais (para a generalidade das sociedades, seja qual for o tipo)*”¹⁸, reflete, em termos simples, o conteúdo mínimo do contrato de sociedade de qualquer sociedade comercial¹⁹, quer se trate de uma sociedade de capitais ou de uma sociedade de pessoas, e, por isso, independentemente das restantes características que permitem individualizar cada um dos tipos de sociedades expressamente previstos no artigo 1.º, n.º 2²⁰. Todavia, e atenta a ressalva prevista na alínea f) referida *supra*, não se pode dizer que o capital social seja elemento que deva obrigatoriamente constar no ato constitutivo de todos os tipos de sociedades comerciais. Com efeito, e tal como o indica a previsão desta norma legal, poderá suceder que uma sociedade em nome coletivo se constitua apenas com sócios de indústria, caso em que nenhum destes sócios contribui para a sociedade com “*bens susceptíveis de penhora*” (cf. artigo 20.º, alínea a)) e, desta forma, estaremos perante uma sociedade comercial constituída sem qualquer capital social. Porém, mesmo nestas sociedades comerciais, e como resulta claro da leitura da alínea g), do n.º 1, do artigo 9.º, haverá sempre a figura da entrada

¹⁵ Artigo 3.º, n.º 5, que versa sobre os requisitos a que deve obedecer a deliberação de transferência de sede de uma sociedade comercial para Portugal, em especial, prevendo um quórum deliberativo de, pelo menos, “75% dos votos correspondentes ao capital social”.

¹⁶ Vide o ponto 2.1.2(i) *infra*.

¹⁷ Doravante todas as referências efetuadas a disposições legais sem a indicação em especial do respetivo diploma devem considerar-se ser efetuadas a respeito do CSC.

¹⁸ Cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Vol. II – *Das Sociedades*, 5.ª ed., Reimpressão, Almedina, 2016, p. 103.

¹⁹ Quanto a este aspeto não podemos deixar de salientar que, não obstante a repetitiva menção ao contrato de sociedade, esta norma não deve ser interpretada de modo restritivo de modo a que imponha apenas ao contrato de sociedade a indicação dos elementos em questão, uma vez que, como é sobejamente conhecido, “*as sociedades não são constituídas somente por contrato*”, cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial* cit., p. 103. Assim, o artigo 9.º prevê, mais amplamente, os elementos gerais que devem constar em todo e qualquer ato através do qual se constitua uma sociedade comercial.

²⁰ Onde encontramos o vertido o princípio da tipicidade das sociedades comerciais no ordenamento jurídico português.

do sócio, não sendo desta maneira prescindível, relativamente a nenhum tipo de sociedades comerciais, a contribuição por parte dos sócios para a formação da base sobre que se formará e existirá a sociedade comercial²¹.

Nestes termos, tem sido amiúde discutida a importância do capital social para as sociedades comerciais e, em concreto, a sua essencialidade para o conceito daquelas. Ora, tendo em conta a hipótese que se apresentou a respeito das sociedades em nome coletivo, apresenta-se dificilmente refutável a observação de TARSO DOMINGUES quando afirma que “o conceito de capital social não é (...) essencial à noção de sociedade comercial”²²⁻²³. Porém, no polo oposto ao que sucede com as sociedades em nome coletivo temos as sociedades anónimas, onde o capital social é, inquestionavelmente, um elemento fulcral. Representando estas o protótipo das sociedades de capitais²⁴⁻²⁵, é na esfera das sociedades anónimas que se sente com maior intensidade a importância do capital social, onde, de modo ímpar, este representa um “*elemento moderador legal e contabilístico da vida social*”. Por conseguinte, e de acordo com esta exposição diametral, resulta patente a mais importante diferença entre as sociedades de pessoas e sociedades de capitais e que, no essencial, está na origem da disparidade entre o relevo assumido pelo capital social: a responsabilidade da sociedade comercial (e, forçosamente, a responsabilidade dos sócios)²⁶. Reside, pois, na diferença imposta pela dicotomia *supra* referida, uma das mais debatidas questões em torno

²¹ Sobre a obrigação de entrada dos sócios *vide* o ponto 2.2.2(i) *infra*.

²² Cf. TARSO DOMINGUES, *Do Capital Social* cit., p.24.

²³ De facto, se a sociedade em nome coletivo é um tipo de sociedade comercial (cf. artigo 1.º, n.º 2), e, por outro lado, se podem ser constituídas sociedades deste tipo sem capital social (cf. artigo 9.º, n.º 1, alínea f)), então, e num exercício silogístico, somos forçados a concordar com aquela afirmação. Este exemplo representa, contudo, o expoente mais radical do que se introduziu *supra* sobre o desvanecimento da importância do capital social no que respeita às sociedades de pessoas, o que, entre outros fatores, tem motivado a defesa, por vários Autores, da irrelevância do capital social.

²⁴ Neste sentido, e enfatizando o papel central das sociedades anónimas na concretização jurídica das sociedades de capitais, afirma FRANCESCO GALGANO (cf. *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell' Economia*, Vol. VII: *La società per azioni*, Cedam, Padova, 1984, p. 1) que “[l]a società per azioni è (...) il prototipo di una serie di tipi societari, comunemente detta della società di capitali”.

²⁵ Merecem igual enaltecimento, na nossa opinião, as palavras de FERRER CORREIA (cf. *Lições de Direito Comercial*, Vol. II – *Sociedades Comerciais*, Livraria Petrony, 1968, p. 177), para quem as sociedades anónimas são “a forma extrema e o tipo acabado das sociedades de capitais”, chegando inclusive a afirmar que nestas sociedades “nenhum relevo assume o elemento pessoal”. Subscrevendo desde já sem quaisquer reservas a primeira afirmação, deixaremos para momento oportuno a análise da segunda parte do trecho citado.

²⁶ Sobre a limitação da responsabilidade existente nas sociedades anónimas, remetemos a devida análise para a função de garantida desempenhada pelo capital social (*vide* o ponto 2.1.2(iii) *infra*), bem como para a limitação da responsabilidade dos acionistas ao valor da sua entrada (*vide* o ponto 2.2.2(ii) *infra*).

da figura do capital social, redundando desta forma o seu estudo, inevitavelmente, na conclusão de que o mesmo instituto se exprime no âmbito das sociedades comerciais, afinal, através de “dois pesos e duas medidas”.

Para que melhor se possa apreender o relevo do capital social no contexto das sociedades anónimas cumpre tecer breves considerações sobre o seu tratamento no direito das sociedades comerciais contemporâneo, com especial ênfase para o papel desempenhado pela Diretiva do Conselho n.º 77/91/CEE, de 13 de dezembro de 1976²⁷, comumente denominada Segunda Diretiva sobre Sociedades²⁸. Este diploma comunitário tinha como missão essencial, nas palavras da própria diretiva, “*coordenar as garantias (...) no que respeita à constituição da sociedade anónima, bem como à conservação e às modificações do seu capital social*”²⁹⁻³⁰.

Como vimos, a relevância do capital social varia de modo considerável consoante se tomem por objeto de estudo as sociedades de pessoas ou as sociedades de capitais. No entanto, e num plano comparativo distinto, é também possível salientar a diferença entre o relevo que o capital social assume no âmbito dos sistemas jurídicos ditos de direito continental, ou, na terminologia anglo-saxónica, sistemas jurídicos de *Civil Law*, por oposição aos sistemas jurídicos inglês e norte-americano, ou seja, no essencial, os sistemas jurídicos de *Common Law*. Com efeito, é amplamente reconhecida a maior influência exercida pelo capital social no contexto dos sistemas jurídicos de direito continental que, como o sistema português, dão primazia ao papel conformador do capital social³¹. Mas o mesmo não se pode dizer, de facto, quanto aos sistemas de *Common Law*. Se por um lado o *Companies Act 2006*, principal fonte normativa no Reino Unido em matéria de Direito das Sociedades, regula na sua *Part 17*, a figura do capital social (*share capital*), a verdade é que o “*Model Business*

²⁷ Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31977L0091&from=PT>.

²⁸ Sobre a receção da Segunda Diretiva sobre Sociedades pelo direito português vide, em especial, RAÚL VENTURA, *Adaptação do direito português à Segunda Diretiva do conselho da comunidade económica europeia sobre o direito das sociedades*, Separata do BMJ, 3, 1980, pp. 5 e ss..

²⁹ De acordo com o enunciado presente na página inicial da Segunda Diretiva sobre Sociedades.

³⁰ Sem prejuízo de, como sucedeu no caso português, o quadro normativo desta diretiva ter servido de base não apenas à conformação do regime legal das sociedades anónimas (cuja harmonização ao nível da então Comunidade Económica Europeia) mas antes, de modo mais abrangente, ao molde da disciplina que regula as sociedades de capitais (e não só) no ordenamento jurídico nacional. Neste sentido TARSO DOMINGUES, *Do Capital Social* cit., pp. 21-22.

³¹ Vide o ponto 2.1.2(i) *infra*.

Corporation Act – elaborado pela American Bar Association e que serve de modelo para as legislações dos Estados norte-americanos – não prevê a figura do capital social e, em alternativa, faz sujeitar as distribuições aos sócios a um teste de solvência e a um teste de balanço, obrigando, assim, os administradores a verificarem se, após a distribuição, a sociedade conservará a capacidade para honrar os seus compromissos e se, de acordo com as suas contas, dispõe de um ativo superior ao passivo”³².

(ii) *A diferença entre o capital social e o património da sociedade*

Antes de nos debruçarmos sobre o conceito e significado do capital social urge que se faça uma breve menção à noção de património, uma vez que, como é razoavelmente pacífico na doutrina, património e capital social são duas realidades distintas na vida das sociedades comerciais. Convocando neste particular os ensinamentos de MANUEL DE ANDRADE, temos que, “[n]um primeiro e mais amplo sentido, o património vem a ser, de acordo com a doutrina tradicional e ainda hoje a mais corrente, o conjunto das relações jurídicas (direitos e obrigações) com valor económico, isto é, avaliável em dinheiro, de que é sujeito activo e passivo uma dada pessoa – singular ou colectiva (património global). Numa forma mais sintética mas pouco explícita, podemos defini-lo como o resultado jurídico-económico da actividade de uma pessoa”³³.

Por seu turno, e concretamente sobre “[o] substrato, a organização e o reconhecimento das pessoas colectivas”³⁴, PAIS DE VASCONCELOS estabelece uma ligação simbiótica entre dois elementos que devem ser sempre descortináveis nas pessoas coletivas, ou, por outras palavras, dois elementos genéticos das pessoas coletivas e sem os quais as mesmas não subsistem³⁵⁻³⁶. No nosso caso referimo-nos aos elementos patrimonial e

³² Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, 2.ª ed., Almedina, 2015, p. 44.

³³ Cf. MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, Vol. I – *Sujeitos e Objecto*, Reimpressão, Almedina, 1997, p. 205. Note-se, contudo, que o Autor aborda esta questão através de uma exposição gradativa de vários sentidos sob que se pode perceber o conceito de património, rematando o ponto em questão com a enunciação do sentido “mais limitado de todos”, em que “o património é apenas a soma dos direitos redutíveis a um valor pecuniário que competem a dada pessoa, mas depois de abatido o montante das dívidas que os oneram (património líquido)”, cf. MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral* cit., p. 207.

³⁴ Cf. PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, 7.ª ed., Almedina, 2014, pp. 122 e ss.

³⁵ Em rigor, o Autor indica três elementos, explicando da seguinte forma o substrato em que assenta a personalidade destes sujeitos jurídicos: “[o] substrato é a realidade social que suporta a personalização. É

teleológico³⁷ das sociedades comerciais. Neste sentido, começa o Autor por esclarecer que “[a]s pessoas colectivas carecem de meios para a prossecução dos seus fins”, afirmando ainda que “[o] elemento patrimonial não é prescindível, e não são permitidas as pessoas colectivas sem património”³⁸⁻³⁹.

Ora, é desta forma inteligível que à noção de património subjaz uma ideia de interesse económico, visto que, quer se considere que aquele representa o conjunto de todas as relações jurídicas (ativas e passivas) de que é titular uma certa pessoa, ou apenas o saldo líquido daquelas, a verdade é que o património representa, inelutavelmente, uma concreta massa de coisas⁴⁰ suscetível de avaliação económica e que exprime tautologicamente, quando apurado o seu valor através da referida avaliação económica⁴¹, a capacidade económica do seu titular, ou, em termos mais simples, a riqueza que este possui. É neste sentido que se fala

constituído por um complexo de realidades que têm que ser reunidas e que se traduzem em três elementos: pessoas (elemento pessoal), bens (elemento patrimonial) e fins (elemento teleológico)”, cf. PAIS DE VASCONCELOS, Teoria Geral cit., p. 122.

³⁶ É-nos possível identificar semelhante relação nas seguintes palavras de PAULO OLAVO CUNHA (cf. *Direito das Sociedades Comerciais*, 6.ª ed., Almedina, 2016, pp. 257-258): “As sociedades comerciais constituem-se para a prossecução de uma determinada atividade e, para esse efeito, reúnem os meios financeiros adequados, necessários e suficientes à dimensão e amplitude da atividade que pretendem exercer”.

³⁷ No que respeita ao elemento teleológico das sociedades comerciais, e à luz do artigo 9.º, n.º 1, alínea d), trata-se verdadeiramente de elemento genético e essencial das sociedades comerciais, uma vez que não só estamos perante um elemento que deve obrigatoriamente constar no ato constitutivo daquelas, como, por outro lado, é por ele que se define a motivação da sociedade comercial, i.e. o seu propósito enquanto sujeito jurídico, servindo igualmente como instrumento conformador de grande parte do regime legal aplicável às sociedades comerciais.

³⁸ Cf. PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral* cit., p. 125.

³⁹ Diversamente, e em anotação ao artigo 980.º do CC, apesar de considerarem a contribuição dos sócios como sendo um dos “requisitos essenciais do contrato de sociedade”, PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA (cf. *Código Civil Anotado*, Vol. II, 4.ª ed., Reimpressão, Almedina, 2010, p. 285, nota n.º 4 ao artigo 980.º) defendem, todavia, que a lei não exige, pelo menos inicialmente, “um fundo patrimonial comum (...), embora ele venha depois necessariamente a constituir-se com os lucros da sociedade”. Note-se que, tal como vimos anteriormente, também estes Autores chamam à colação para fortalecimento do seu argumento o caso hipotético de sociedades constituídas apenas por sócios de indústria, e, por isso, sem capital.

⁴⁰ De acordo com artigo 202.º, n.º 1, do CC: “Diz-se coisa tudo aquilo que pode ser objecto de relações jurídicas”.

⁴¹ Que leva a doutrina a identificar, comumente, três possíveis perspetivas sobre o património da sociedade: (i) como património global, a que corresponde o aglomerado da totalidade de direitos e obrigações de que a sociedade é titular num determinado momento e que são passíveis de avaliação económica; (ii) como património ilíquido (ou bruto), onde não é tido em conta o passivo da sociedade; e (iii) como património líquido, correspondendo ao saldo entre a vertente ativa e a vertente passiva do património da sociedade. Neste sentido, entre outros, COUTINHO DE ABREU (cf. *Curso de Direito Comercial* cit., p. 405), TARSO DOMINGUES (cf. *Do Capital Social* cit., p. 44). Por outro lado, Autores como GASTONE COTTINO (cf. *Diritto Commerciale*, Vol. I, Tomo II, 4.ª ed., Cedam, 1999, p. 481) falam apenas de património bruto e património líquido da sociedade.

do fundo patrimonial das sociedades comerciais como o conjunto de bens e direitos de que estas dispõem durante a sua vida para a prossecução dos fins a que se propõem através do exercício do respetivo objeto social.

Tendo em conta o que ficou exposto, percebe-se ainda que é conatural à noção de património a sua própria elasticidade, ou seja, a inata propriedade que lhe assiste de facilmente variar no tempo. A elasticidade que aqui apontamos cabe, implicitamente e por referência ao momento em que são apurados os resultados da sociedade, por exemplo, na definição de património de GASTONE COTTINO, para quem aquele reflete “*il complesso dei beni effettivamente esistenti, la cui consistenza si verifica, al termine di ogni esercizio, con lo strumento del bilancio*”⁴². De facto, o património de uma sociedade comercial é talvez aquele que dos seus elementos⁴³ apresenta uma maior volatilidade, podendo variar diariamente ou até, no limite, várias vezes ao dia⁴⁴. Contrariamente, e como melhor se verá de seguida, não se pode dizer que o capital social de uma sociedade seja propriamente volátil, apresentando-se inversamente como um valor tendencialmente fixo⁴⁵, e, por outro lado, que pode até nem ter correspondência exata (ou sequer próxima)⁴⁶ com o fundo patrimonial da sociedade.

(iii) O conceito de capital social

Neste ponto da presente dissertação é necessário que se estude o conceito de capital social, devendo ser esclarecido como ponto prévio para este exercício teórico o facto de o capital social representar uma realidade complexa que, não obstante a sua expressão através de um conceito uno, este corresponde a um fenómeno multifacetado e que compreende a

⁴² Cf. GASTONE COTTINO, *Diritto Commerciale* cit., p. 481.

⁴³ Sobre a visão do património como “*elemento natural*” de qualquer sociedade comercial *vide*, entre outros, TARSO DOMINGUES, *Do Capital Social* cit., p. 31.

⁴⁴ É disto exemplo perfeito a atual volatilidade dos mercados de capitais, onde as empresas com ações cotadas na bolsa podem sofrer grandes perdas ou ganhos em questões de horas.

⁴⁵ Neste sentido, entre outros, FRANCESCO GALGANO, *La Società* cit., p. 11.

⁴⁶ Realidade que foi acentuada no nosso ordenamento jurídico pelo DL n.º 33/2011, de 7 de março, com a introdução do capital social livre nas sociedades por quotas (cf. artigo 201.º), levando a que estas sociedades se possam constituir, no limite, com um capital social de €2 (cf. artigos 7.º, n.º 2, e 219.º, n.º 3), ou até de apenas €1, no caso das sociedades unipessoais por quotas (artigos 219.º, n.º 3, e 270.º-A, n.º 1).

variedade de significados que lhe podem ser assacados, pecando assim por defeito, necessariamente, qualquer análise unilateral deste conceito⁴⁷⁻⁴⁸.

Numa primeira aceção, o capital social pode ser entendido como uma rubrica contabilística, ou seja, enquanto a quantia que é expressa no balanço. Esta teoria, segundo a qual o capital social é um valor abstrato e meramente contabilístico, representa a teoria clássica no seio da ciência jurídica que estuda esta matéria⁴⁹. Contudo, se por um lado se pode dizer que esta aceção é correta, porquanto, em rigor, decorre das normas legais e contabilísticas aplicáveis o espaço que lhe é reconhecido na vida das sociedades comerciais, a verdade é que, por outro lado, esta visão do capital social peca por não considerar quer o facto de o capital social também corresponder a bens concretos, quer ainda o facto de desconsiderar por completo todas as funções desempenhadas pelo capital social⁵⁰.

Já para outros Autores, o capital social é entendido como sendo igual à soma das entradas dos sócios⁵¹, correspondendo assim, genericamente, ao aporte financeiro dos sócios para a empresa a que se propõem através da constituição da sociedade. Salientamos desde já que esta visão do capital social parece-nos ser a aquela que, apesar de procurar conferir um sentido “palpável” ao conceito, tomando por objeto as entradas dos sócios enquanto bens determináveis, maior desfasamento apresenta na concetualização desta realidade. Com efeito, é extenso o rol de testes que se podem fazer à robustez desta noção que redundam na inexatidão da mesma. Evidenciando apenas alguns deles, comece-se por dizer que, como vimos, algumas das contribuições admitidas pelo direito das sociedades comerciais não se

⁴⁷ É disto mesmo elucidativa a afirmação de ERNESTO SIMONETTO (cf. *Responsabilità e Garanzia nel Diritto delle Società*, Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza dell' Università di Padova, XXIV, Cedam, 1959, p. 235) quando escreve que “[s]i tratta infatti di un concetto estremamente complesso, di un fenomeno osservabile da molti punti di vista; una mera osservazione unilaterale conduce irreparabilmente a una visione erronea della realtà e a una conseguente impossibilità di interpretare le norme”.

⁴⁸ Apesar de se reconhecer *a priori* esta complexidade, uma vez que não se trata do tema central da nossa dissertação, abordaremos este ponto com a devida concisão.

⁴⁹ Nas palavras de ERNESTO SIMONETTO (cf. *Responsabilità e Garanzia* cit., p. 237), “la definizione del capitale come cifra astratta ed entità meramente contabile, è quella che trova credito maggiormente nella nostra dottrina; diremo che essa è la definizione che si può considerare classica del capitale nella scienza giuridica”.

⁵⁰ Vide o ponto 2.1.2 *infra*.

⁵¹ Neste sentido, e de modo simplista, afirma GASTONE COTTINO (*Diritto Commerciale* cit., p. 481) que o capital “è la somma del conferimenti. È un dato contabile fisso, che può variare solo per aumento o diminuzioni deliberati dall' assemblea”. Entre nós, BRITO CORREIA (*Direito Comercial*, Vol. II – *Sociedades Comerciais*, 4.^a tiragem de 1989, AAFDL, 2000, p. 153) defende tese semelhante, afirmando que “[c]hama-se capital social ao valor (ou cifra) representativo da soma das entradas dos sócios”.

materializam em qualquer bem pecuniário (como é o caso das entradas de indústria). Por outro lado, uma vez que o CSC admite as entradas acima do par (leia-se, acima do seu valor nominal), não será difícil pensar em situações em que o valor das entradas dos sócios ultrapassa o valor do capital social. Em plano distinto, visto que não constituem entradas dos sócios na sua conceção restrita, existe também uma miríade de hipóteses através das quais os sócios podem contribuir com bens para a sociedade sem que estas contribuições se repercutam no capital social da mesma⁵². Adicionalmente, e ainda dentro do rol de provas contra a adequação daquela aceção, existem três casos típicos que demonstram a naturalidade da discrepância entre o valor do capital social e o somatório das entradas dos sócios, mesmo que se considere apenas o respetivo valor nominal. Falamos do aumento por incorporação de reservas⁵³, da redução do capital por perdas⁵⁴ e da possibilidade de diferimento das entradas⁵⁵.

Por sua vez, uma outra corrente doutrinária defende que o capital social não mais é que um valor formal e sem equivalência real, tratando-se apenas de uma “*entità numerica*”⁵⁶. A defesa desta tese passa pela ênfase do papel e significado do património da sociedade enquanto o acervo de patrimonial (quer seja constituído apenas pelas entradas em dinheiro ou

⁵² Quer se tratem de prestações de capital típicas, como é o caso das prestações suplementares (estas apenas típicas no regime legal das sociedades por quotas – artigo 210.º) e das prestações acessórias (artigo 289.º), quer se tratem de suprimentos (cujo regime previsto nos artigos 243.º a 245.º não encontra paralelo no regime legal das sociedades anónimas) ou outras quaisquer contribuições.

⁵³ Este é um caso em que não somos perentórios em afirmar que se trata de uma situação de exata falta de correspondência entre o somatório das contribuições efetuadas pelos sócios e o valor do capital social (e isto mesmo ao arpejo da possível dissonância quanto à deliberação de aumento, uma vez que esta é tomada por maioria qualificada, não se exigindo para o efeito a vontade unânime dos sócios). O aumento de capital por incorporação de reservas equivale a uma mera operação contabilística por intermédio da qual os sócios deliberam afetar ao regime do capital social uma porção da riqueza acumulada pela sociedade e que, em condições normais, lhes caberia a título de dividendos. É, pois, nestes termos que se podem falar em contribuições indiretas por parte dos sócios, que desta forma abdicam de determinados montantes em benefício da sociedade.

⁵⁴ Nestas situações o capital social é reduzido com vista à compensação dos prejuízos sofridos pela sociedade durante a sua vida e sem que sejam restituídas aos sócios, ainda que parcialmente, quaisquer valores referentes às entradas por estes efetuadas.

⁵⁵ Esta faculdade, prevista no caso específico das sociedades anónimas pelo artigo 277.º, n.º 2, demonstra que o capital social pode não corresponder à efetiva contribuição dos acionistas aquando da constituição da sociedade, podendo aqueles diferir a realização das suas entradas em 70% por um período que pode chegar aos cinco anos (cf. artigo 285.º, n.º 1). O que quer dizer que, ainda que temporariamente, e apenas de um ponto de vista material (porquanto de um ponto de vista formal a entrada do acionista é tida em conta pelo valor que consta no ato constitutivo), na prática, durante um determinado período o capital social pode não corresponder efetivamente ao somatório das entradas dos acionistas.

⁵⁶ Cf. FRANCESCO GALGANO, *La Società* cit., p. 11.

também pelos bens com que os sócios contribuíram), o que traz consigo a consequente desvalorização do próprio capital social que é reduzido ao seu valor enquanto elemento essencial do ato constitutivo da sociedade. Esta conceção do capital social, de acordo com o que ficou exposto no início deste ponto, e à semelhança do que sucede com a primeira aceção de capital social com a qual comunga grande parte do reportório argumentativo, mostra-se órfã de justificação no que concerne à expressão material do capital social. Se não oferece resistência o entendimento do capital social como uma entidade numérica, parece-nos de difícil adesão a ideia de que o capital social se basta com um elemento formal, desde logo pela incapacidade desta tese em explicar a função de garantia desempenhada pelo capital social⁵⁷ a que aludiu expressa e diretamente, como vimos, a Segunda Diretiva sobre as Sociedades⁵⁸.

No que podemos identificar como um quarto grupo de teorias sobre o conceito de capital social, e aqui seguindo de perto os ensinamentos de ERNESTO SIMONETTO⁵⁹, incluem-se aquelas doutrinas que perfilham a ideia de que o capital social se exprime simultaneamente através de um elemento formal e de um elemento material (ou real). Dentro deste grupo de teorias podemos dizer existir uma vincada dicotomia quanto à sua organização, residindo a principal explicação desta divisão na discussão relativamente à interpenetração entre aqueles dois elementos.

Assim, para a conceção que defende existir aquela ligação entre os dois elementos, o capital social é composto por um elemento abstrato (ou contabilístico) ao qual deve corresponder um substrato de bens e de entidades reais e concretas, sendo desta forma avaliadas no balanço mas não existindo apenas neste e para este, “*come le persone e le cose non esistono in funzione dell’ ombra che proiettano al suolo*”⁶⁰. Opostamente, e com maior

⁵⁷ Vide o ponto 2.1.2(iii) *infra*.

⁵⁸ De facto, é inequívoca a motivação da Segunda Diretiva sobre as Sociedades quando, para além das várias normas em que prevê mecanismos de conservação do capital social, começa por esclarecer, no quarto considerando, que “*devem ser adoptadas normas comunitárias para conservar o capital, que constitui uma garantia dos credores, proibindo, nomeadamente, que seja afectada por indevidas distribuições aos accionistas e limitando a possibilidade de a sociedade adquirir acções próprias*”.

⁵⁹ Cf. ERNESTO SIMONETTO, *Responsabilità e Garanzia* cit., pp. 237 e ss., apontando ainda este Autor para a existência de uma outra definição de capital social em que é acentuado o seu carácter concreto e real, por oposição à conceção do capital social meramente abstrata e contabilística e que, nas palavras do Autor, conduz a um “*significato assurdo*”.

⁶⁰ Idem. p. 237.

apego à repartição entre as diferentes normas do CCit que regulam a disciplina das *società per azioni*, alguns Autores defendem que mesmo constituindo o segundo elemento “*il substrato logico del primo*”⁶¹, os dois devem ser distinguidos, mesmo que entre ambos se reconheça existir uma relação de carácter funcional.

Concluimos pelo exposto sobre o conceito de capital social que o mesmo não se poderá apreender cabalmente sem que para o efeito sejam analisadas as duas vertentes por que se desdobra, *i.e.* uma formal e outra material. Rematamos, desta forma, com o mesmo mote com que encetámos o estudo do conceito de capital social, ou seja, com o reconhecimento expresso de que o capital social é uma figura complexa e para a qual concorrem diversos significados. O mesmo é dizer que o capital social não pode ser visto nem apenas como uma entidade numérica com vida apenas no balanço da sociedade nem como a soma das contribuições reais (leia-se, de expressão pecuniária) por parte dos sócios para que aquela exerça a sua atividade⁶².

Por conseguinte, e encarando em concreto o caso das sociedades anónimas, o capital social é um elemento essencial do contrato de sociedade tal como é um elemento contabilístico, mas nem por isso deixa de ser igualmente a porção do património líquido da sociedade que deve ser conservada pelos sócios e que equivalerá ao valor nominal do capital social fixado nos estatutos da sociedade. É, pois, patente a ligação funcional entre as duas vertentes do capital social, não existindo a segunda sem a primeira e, da mesma maneira, ficando a primeira vazia de conteúdo sem a existência da segunda.

2.1.2 As funções do capital social

(i) *Enquadramento*

Cumprido o primeiro passo do projeto científico que ora se desenvolve, onde procurámos dar nota da importância do capital social nas sociedades anónimas e,

⁶¹ Cf. ERNESTO SIMONETTO, *Responsabilità e Garanzia* cit., p. 239.

⁶² Concordamos, por isso, com TARSO DOMINGUES (cf. *Do Capital Social* cit., p. 50) quando o Autor afirma que: “*assumindo-se a dupla face do capital social, é legítima a conclusão de se estar em presença não de uma anfibologia legal mas do emprego consciente do conceito para significar uma realidade, única mas complexa, que não pode ser reduzida a um perfil singular*”.

sequencialmente, tentámos também explicar de modo necessariamente conciso as principais teorias que confluem na definição do conceito de capital social, cabe agora, por seu turno, analisarmos quais as principais funções desempenhadas pelo capital social. Porém, antes de podermos avançar para esta tarefa importa frisar que existe ainda uma outra disciplina que estuda o capital social e que com esta apresenta uma conexão bastante próxima. Falamos, claro, do estudo dos princípios que dão molde à disciplina jurídica do capital social.

Este tema é, *per se*, suficientemente vasto e controverso para que nos espraiássemos por longos parágrafos abordando a teoria jurídica que o envolve, no entanto, consideramos que não acrescentaria valor significativo à presente dissertação o seu tratamento em sede autónoma. Desta maneira, reservamos o estudo dos princípios do capital social⁶³ para as esparsas e cirúrgicas intervenções que faremos *infra*, consoante se mostre pertinente abordar em concreto cada um destes princípios e sempre com maior atenção ao regime positivo em estes se manifestam. Concluída que está esta primeira ressalva, podemos então introduzir as funções do capital social, que, sublinhe-se, encontram supedâneo nos princípios que disciplinam o capital social.

No que tange à enumeração das funções do capital social, as opiniões na doutrina são, à semelhança do que sucede com a larga maioria das questões em torno deste instituto, amplamente controversas, contando-se várias querelas doutrinárias a este respeito, especialmente, sobre quais as concretas funções desempenhadas pelo capital social e quais as que, dentro destas, se devem considerar atualmente ocas face ao regime positivo aplicável e também qual a “arrumação” possível das mesmas. Sobre o último aspeto referido apraz-nos dizer que, em consonância com FERRER CORREIA⁶⁴, identificamos uma dimensão bipolar a propósito da compartimentação das funções desempenhadas pelo capital social. Assim, podemos falar ora nas funções desempenhadas no seio interno da sociedade, ou seja, entre os diferentes acionistas e, também, entre estes e a sociedade, ora, também, nas funções desempenhadas no âmbito das relações externas da sociedade, ou, por outras palavras, nas relações que esta estabelece com os diferentes sujeitos (ou entes) jurídicos com quem lida no seu giro comercial.

⁶³ Sobre este tema *vide*, nomeadamente, TARSO DOMINGUES, *Do Capital Social* cit., pp. 199 e ss..

⁶⁴ Cf. FERRER CORREIA, *Lições de Direito Comercial* cit., pp. 222 e ss., e, na sua senda, TARSO DOMINGUES, *Do Capital Social* cit., pp. 199-200.

(ii) *As funções internas do capital social*

Entre as funções que se podem contar no plano interno, há uma que se destaca pela sua superior importância face a qualquer outra, dado tratar-se de função que metodologicamente precede as demais. Em causa está a função de atribuição da qualidade de acionista. Como vimos, nas sociedades anónimas o capital social é elemento fulcral, e, neste particular, é absolutamente fundamental na medida em que é através da participação no capital social – o *buy-in* na sociedade – que se adquire a qualidade de acionista (com tudo o que isso representa)⁶⁵.

Denota-se então que existe um vínculo funcional entre o capital social e a posição jurídica do acionista, ou seja, é em função de ter efetuado uma contribuição pecuniária por sua conta e risco que o acionista adquire esta qualidade, passando a integrar o elemento pessoal da sociedade e assumindo desta maneira a posição jurídica que lhe inere (sendo por isso sujeito passivo dos respetivos deveres e obrigações que daí advém e também titular de todos os direitos, faculdades e poderes acoplados à(s) ação(ões) que subscreveu ou adquiriu). Deste modo, consequentemente, e mais do que propriamente uma função independente, a demarcação da posição do acionista dentro da própria sociedade surge como o corolário jurídico da função atributiva do capital social, desta forma representando este último “*il necessario punto di riferimento della partecipazione dei soci alla società*”⁶⁶. Podemos dizer, portanto, que a determinação do feixe de direitos e obrigações do acionista se fará de acordo com a sua participação no capital social, quer quantitativa, quer também qualitativamente⁶⁷.

Relacionada com a função atributiva do capital social está, agora no plano das relações que se estabelecem entre os acionistas, a função de organização do capital social. Se se pode entender a função atributiva e o seu efeito conformador relativamente à posição jurídica do acionista como a definição (e consequente proteção) da posição absoluta deste

⁶⁵ Aqui, remetemos ulterior desenvolvimento sobre a qualidade de acionista para o ponto 2.2.1(i) *infra*, onde abordaremos especificamente esta questão.

⁶⁶ Cf. FRANCESCO GALGANO, *La Società* cit., p. 12.

⁶⁷ Que, no caso das sociedades anónimas, respeita à diferença entre estarmos perante ações ordinárias ou especiais, assumindo um papel determinante a figura das categoriais de ações (cujo estudo mais desenvolvido remetemos para o ponto 3.1.2 *infra*).

dentro da sociedade, então, no plano diametralmente oposto teremos, forçosamente, uma multiplicidade de posições relativas pertencentes a cada um dos acionistas da sociedade (exceção feita, obviamente, aos casos de concentração do capital social num acionista único, em que esta função do capital social deixará de ter qualquer sentido)⁶⁸. Quer isto dizer que a função de organização do capital social dentro da sociedade trata de regular o modo como os diversos acionistas se relacionam entre si. Este aspeto é deveras mais importante, como se sabe, no contexto das sociedades anónimas, em que o capital é rei. De facto, perante a indelével supremacia do *intuitus pecuniae* existente nas sociedades de capitais, o poder de cada acionista dentro da sociedade exprime-se pela porção do capital que aquele detém. Assim, e devido à enorme influência exercida pela Segunda Diretiva sobre as Sociedades na construção do regime jurídico português das sociedades anónimas⁶⁹, encontramos no CSC uma primazia do valor do capital social na ordenação das relações entre os acionistas.

Num plano distinto coloca-se a denominada função de produção (ou produtiva) desempenhada pelo capital social⁷⁰⁻⁷¹. Dizemo-lo distinto porquanto já não se trata de saber qual a posição do acionista na sociedade, seja a sua posição absoluta ou a sua posição relativa e conexa convivência com as demais, mas, por outro lado, situa-se esta função do capital social no plano do já tratado elemento patrimonial das pessoas coletivas⁷². Nestes termos, dir-se-á que o capital social desempenha uma verdadeira função de produção porquanto existe uma efetiva (e material) obrigação dos acionistas em dotarem a sociedade de meios patrimoniais com vista ao exercício da atividade comercial a que se propõem.

⁶⁸ Situação expressamente admitida, por exemplo, em matéria de sociedades em relação de grupo, prevendo o artigo 488.º, n.º 1, a constituição de sociedades anónimas em que exista apenas uma única acionista, que será forçosamente uma sociedade comercial, e que exercerá sobre a sociedade constituída uma relação de domínio total inicial.

⁶⁹ E, até, das sociedades de capitais, uma vez que, como se referiu a propósito deste diploma, o legislador português foi mais longe que o próprio escopo deste ao estender também às sociedades por quotas parte das linhas orientadores daquele diploma comunitário.

⁷⁰ Sobre este tema remete-se, em especial, para ERNESTO SIMONETTO, *Responsabilità e Garanzia* cit., pp. 262 e ss.

⁷¹ Que, conforme aludimos brevemente em momento anterior (*vide* a nota n.º 46), resulta em considerável medida frustrada no caso das sociedades por quotas em função do regime previsto pelo DL n.º 33/2011, de 7 de março, passando a ser regra a situação de subcapitalização das sociedades (inicial ou superveniente). Sobre a subcapitalização das sociedades comerciais *vide* MOTA PINTO, *Do Contrato de Suprimento: O financiamento da sociedade entre o capital próprio e o capital alheio*, Almedina, 2002.

⁷² A propósito da noção de património da sociedade *vide* o ponto 2.1.1(ii) *supra*.

Em concreto, para se descobrir com precisão a real expressão da função de produção do capital social na lei portuguesa é necessário conjugar a exigência do montante mínimo de €50.000,00 (artigo 276.º, n.º 5) com a possibilidade de diferimento de 70% das entradas em dinheiro (artigo 277.º, n.º 2) por um período que pode chegar aos cinco anos (artigo 285.º, n.º 1). Ou seja, em suma, e tomando por exemplo sociedades constituídas apenas por entradas em dinheiro, as sociedades anónimas podem funcionar durante os primeiros cinco anos com entradas que totalizem apenas €15.000,00, o que representa uma diferença considerável face ao montante mínimo exigido pela lei e que reflete, de certo modo, alguma abertura do CSC a sociedades anónimas de menor dimensão financeira que não se mostra coerente com o elevado patamar de capital que (injustificada e desnecessariamente) lhes exige.

(iii) As funções externas do capital social

Opostamente, o capital social também desempenha funções que se repercutem, não na esfera interna da sociedade, mas, ao invés, da sua “courage” para fora, ou seja, nas relações que a sociedade estabelece com terceiros, onde assumem papel preponderante os seus credores sociais. No que respeita a este grupo de funções, reconhece-se fundamentalmente ao capital social, com acrescida propriedade, a função externa de garantia.

Esta função é comumente aceite pela doutrina como sendo a principal função desempenhada pelo capital social, tendo sido também um dos principais motores da Segunda Diretiva sobre as Sociedades. Contudo, esta função apenas assume pleno significado quando falamos de sociedades de capitais, ou, mais rigorosamente ainda, no caso das sociedades anónimas. Adicionalmente, para que se construa corretamente a função de garantia do capital social, através da qual este funciona como garante dos créditos de terceiros sobre a sociedade até, pelo menos, ao seu respetivo montante, é mister que se faça apelo à já tratada vertente material do capital social. Com efeito, o capital social garante a satisfação dos créditos sobre a sociedade não porque é uma cifra que consta no balanço da sociedade mas devido às normas que obrigam as sociedades a conservarem uma fatia do seu património líquido com vista à satisfação dos seus credores e assim, perdoe-se o pleonismo, garantir a materialidade daquela garantia. Em especial, fazemos referência às normas do CSC que têm por objeto a

concretização dos princípios da formação real, da intangibilidade⁷³ e da efetividade do capital social.

O principal efeito da função de garantia do capital social equivale, desta maneira, à (pretensa) segurança que é conferida aos terceiros que se relacionam com a sociedade que ficam convencidos de que, pelo menos até ao montante equivalente à soma do capital social e da reserva legal, aquela sociedade deverá ter igual capacidade financeira para satisfação dos créditos que sobre si constituir no exercício da sua atividade. Porém, apesar de plenamente vigente nos moldes em que se constrói, esta função pode muito bem revelar-se de alcance reduzido na maior parte dos casos, não concretizando assim a expetável garantia dos credores da sociedade⁷⁴. Não é, todavia, desprovida de efeitos reais esta função, uma vez que, em maior ou menor medida, e, consequentemente, com maior ou menor eficácia prática, o capital social permanecerá sempre como o último reduto financeiro ao dispor dos credores sociais.

A doutrina aponta também como funções externas do capital social quer o seu papel na avaliação económica da sociedade, quer, por outro lado, a socialização a que este procede⁷⁵. A propósito da primeira, segundo TARSO DOMINGUES “*o capital social serve ainda como barómetro para avaliar da situação económica da sociedade, que se afere essencialmente pela sua capacidade de gerar lucro*”, acrescentando ainda que aquele se revela “*um parâmetro essencial e necessário (...) à avaliação que, a cada momento, se queira fazer da situação económica da sociedade*”⁷⁶. Sem que nos alonguemos em demasia sobre este ponto, cumpre referir que não nos parece que o capital social possa servir para uma precisa avaliação económica das sociedades comerciais, isto é, pelo menos com a essencialidade apontada pelo Autor.

⁷³ Ou princípio da integridade do capital social, de acordo a terminologia adotada por ERNESTO SIMONETTO, *Responsabilità e Garanzia* cit., p. 272.

⁷⁴ Essencialmente porque a função de garantia do capital social apenas é chamada à colação em situações em que a sociedade já não tem capacidade para pagar as dívidas que contraiu e, já em sede de processo de insolvência, os credores são normalmente confrontados com o facto de o passivo da sociedade superar largamente o valor do capital social (e reservas) e de, pelas regras do CIRE que impõem a graduação dos créditos (artigos 47.º e ss.) ou simplesmente pela aplicação das regras de rateio por insuficiência da massa insolvente (artigos 172.º e ss.), os seus créditos poderem não ser satisfeitos (resultando assim gorada a função de garantia do capital social).

⁷⁵ Sobre esta segunda função consideramos mais adequada a sua abordagem no âmbito do estudo da participação social (cf. ponto 2.2.1 *infra*), para o qual remetemos.

⁷⁶ Cf. TARSO DOMINGUES, *Do Capital Social* cit., p. 248.

De facto, ante o estágio atual de desenvolvimento das sociedades comerciais e do próprio mercado financeiro, com particular ênfase para o financiamento destas sociedades através dos mercados de capitais, a situação económica de uma sociedade não pode ser avaliada principalmente (ou sequer) pelo seu capital social, visto que outras cifras mais importantes que esta se mostram infinitamente mais úteis para o efeito, desde logo, valores e fatores como o seu volume de negócios e a sua clientela, e em especial no caso das sociedades abertas⁷⁷, a cotação das suas ações e a liquidez destas, entre tantos outros aspetos que não cabe aqui elencar.

2.2 A posição jurídica do acionista

2.2.1 A participação social

(i) *A ação e a qualidade de acionista*

Como vimos a propósito da sua função atributiva, é através da participação no capital social de uma sociedade que determinada pessoa adquire a qualidade de sua acionista⁷⁸. Quanto a este aspeto, estabelece o artigo 274.º que esta qualidade “*surge com a celebração do contrato de sociedade ou com o aumento de capital, não dependendo da emissão e entrega do título de acção ou, tratando-se de acções escriturais, da inscrição na conta de registo individualizado*”. Após uma primeira leitura deste preceito, um intérprete incauto e excessivamente formalista poderia ficar com a ideia de que a qualidade de acionista deriva apenas de dois atos e, por isso, seria apenas adquirível em dois momentos (aquando do ato constitutivo da sociedade ou por ocasião de aumentos de capital). Todavia, esta ideia não colhe, revelando-se inexato o teor desta norma na medida em que estas não são, como se sabe, as duas únicas vias por que se pode adquirir a qualidade de acionista. Por conseguinte, mais acertada andarà a interpretação desta norma que visa assacar ao texto legal a intenção de “*tornar claro que uma coisa é a qualidade de sócio, obtida através da aquisição de uma participação social, e outra é a representação da participação social através de títulos ou de*

⁷⁷ De acordo com a definição do artigo 13.º, n.º 1, do CVM.

⁷⁸ Note-se, contudo, que a aquisição da qualidade de acionista não está reservada a pessoas singulares ou coletivas, uma vez que, no limite, até entidades desprovidas de personalidade jurídica podem ser acionistas de uma sociedade anónima, como é o caso paradigmático dos fundos de investimento.

registos de conta”⁷⁹. Ora, como de modo exíguo, mas suficientemente claro, indica SOVERAL MARTINS no trecho que citámos *supra*, a aquisição da qualidade de acionista deriva da própria aquisição de participação social em sociedade anónima, vulgo, de (pelo menos) uma ação⁸⁰. Significa isto que a ligação entre a ação e a qualidade acionista se resume à ideia de que, conforme evidencia RODRIGO URÍA, “[l]a condición de accionista va unida a la titularidad de la acción”⁸¹.

Para analisarmos o significado da qualidade de acionista devemos também dar nota, a par da estreita relação enunciada *supra*, da própria caracterização legal nuclear das sociedades anónimas no nosso ordenamento jurídico, vinculada no artigo 271.º, de acordo com o qual: “[n]a sociedade anónima, o capital é dividido em acções e cada sócio limita a sua responsabilidade ao valor das acções que subscreveu”. Assim, à luz deste preceito percebe-se que a figura da ação está, não apenas na génese da qualidade de acionista mas, também, no próprio âmago das sociedades anónimas. Ressaltam da norma citada, pois, as duas características fundamentais das sociedades anónimas e sem as quais não poderemos falar das mesmas: em primeiro lugar, a divisão do capital da sociedade em ações e, em segundo, a limitação da responsabilidade dos sócios (acionistas) ao valor das ações de que sejam titulares. Percebe-se assim que as ações desempenham, simultaneamente, e de um ponto de vista estritamente capitalístico, o papel de fragmentação do capital social (conatural à própria lógica das sociedades anónimas) e, num plano individual centrado nos acionista, de limitação da responsabilidade destes por prejuízos incorridos pela sociedade durante a sua existência.

⁷⁹ Cf. SOVERAL MARTINS, anotação ao artigo 274.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, IDET, Almedina, 2012, p. 43.

⁸⁰ Sem prejuízo de uma abordagem mais alongada sobre o seu conceito em momento oportuno, sobre as ações em geral, remetemos melhor desenvolvimento nesta matéria, entre nós, para JOÃO LABAREDA, *Das Acções das Sociedades Anónimas*, AAFDL, 1988, pp. 5 e ss., OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, 2.ª ed., UCP, 1998, pp. 71-139; SOVERAL MARTINS, *Valores Mobiliários [Acções]*, Cadernos do IDET, 1, Almedina, 2003, e ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros*, 2.ª ed., Almedina, 2014, pp. 74-85, CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais* cit., pp. 277-290; e, na doutrina estrangeira, entre outros, para NICOLA GASPERONI, *Las acciones de las Sociedades Mercantiles*, tradução de Francisco Javier Osset, Revista de Derecho Privado, Madrid, 1950; GASTONE COTTINO, *Diritto Commerciale* cit., pp. 275-300, GASPARE SPATAZZA, *Le Società Per Azioni*, Tomo Primo: *Costituzione – Azioni*, Editrice Torinese, Torino, 1972, RODRIGO URÍA, *Derecho Mercantil*, 23.ª ed., Marcial Pons, Madrid, 1996, pp. 257 e ss..

⁸¹ Cf. RODRIGO URÍA, *Derecho Mercantil* cit., p. 267.

Em concreto, quanto à participação social ora em análise cumpre também destacar que as ações são valores mobiliários nominados⁸² e indivisíveis⁸³ cuja respetiva configuração jurídica é manifestamente complexa e a respeito dos quais se identifica uma latente polissemia do respetivo conceito (de ação), da qual fazem uso lei, doutrina e jurisprudência. Sobre este aspeto, é sobejamente reconhecida a “*tríplice dimensão semântica*” do conceito de ação, revelada no final do séc. XIX por ACHILLES RENAUD, e através da qual se distinguem as dimensões societária (*Aktienrecht*), capitalística (*Aktienquote*) e representativa (*Aktienurkunde*) de uma ação⁸⁴⁻⁸⁵.

No estrato primário do conceito de ação compreende-se a sua dimensão societária, consistindo a mesma precisamente no facto de ser esta a participação social típica das sociedades anónimas e, por isso, representar o conjunto uno dos direitos e obrigações que inerem à qualidade de acionista (*Mitgliedschaft*)⁸⁶. É com este concreto significado que, a propósito das categorias de ações (cf. artigo 302.º, n.º 1), o legislador refere expressamente os “*direitos inerentes às acções*”. Assim, apesar das oscilações que se encontram na doutrina sobre a exata qualificação do conteúdo da ação enquanto participação social, falando-se por um lado em direitos, poderes e/ou faculdades, e, por outro lado, apontando-se igualmente às mesmas certas obrigações, deveres e/ou sujeições, sob um prisma mais abrangente, podemos dizer que, enquanto participações sociais, as ações representam o complexo de situações jurídicas ativas e passivas que pertencem a determinada pessoa ou entidade por efeito da titularidade das próprias ações. Por conseguinte, é perceptível o retrato de que a participação social congrega duas faces dicotómicas, uma ativa ou positiva, e, antagonicamente, uma

⁸² Cf. artigo 1.º, alínea a), do CVM.

⁸³ Cf. artigo 276.º, n.º 6.

⁸⁴ ACHILLES RENAUD, *Das Recht der Actiengesellschaft*, Aufl. Leipzig, Tauchnitz, 1875, pp. 89 e ss. *apud* ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros* cit., pp. 74-75.

⁸⁵ Reiterando a referida “*tríplice dimensão semântica*” do termo ação perfilam-se as posições de, nomeadamente, OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários* cit., pp. 78 e ss., SOVERAL MARTINS, *Valores Mobiliários* cit., pp. 19 e ss., ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros* cit., p. 74 e COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial* cit., p. 207.

⁸⁶ No seio da doutrina italiana, GASPARE SPATAZZA (*Le Società Per Azioni* cit., p. 148) defende que a ação “*comprende ed indica il complesso dei diritti, poteri e doveri in cui si sostanzia la partecipazione minima del socio nella società per azioni*”. Sobre a imagem da “participação mínima” a que se refere o Autor italiano, remetemos o seu estudo para o momento em que retomaremos este ponto a propósito da discussão do conceito de especialidade dos direitos dos acionistas (cf. ponto 3.2.2 *infra*).

passiva ou negativa⁸⁷. Todavia, convém não confundir as próprias ações com o seu conteúdo enquanto participações sociais, uma vez que, como esclarece COUTINHO DE ABREU, “[a] participação social não é mero agregado atomístico de direitos e obrigações. É, ela própria, bem jurídico autónomo, com disciplina específica e distinta da que resultaria do somatório das disciplinas dos seus diversos componentes”⁸⁸.

Numa segunda aceção, a ação pode ser entendida como a fração ou alíquota do capital social, conforme resulta claro da letra do artigo 271.^o⁸⁹, que vimos *supra*. Esta disposição, contudo, não deve ser interpretada no sentido de ter sido acolhido pelo legislador nacional o conceito de capital social enquanto a soma das entradas dos acionistas, conforme se evidenciou pelas razões apontadas a propósito do conceito de capital social⁹⁰. Com efeito, considerando a própria polissemia do conceito de capital, e, consequentemente, os diferentes significados que o legislador lhe reserva, o preceito legal em apreço apenas indica que o elemento patrimonial das sociedades anónimas se reparte em iguais parcelas denominadas ações, quer se tratem de ações com ou sem valor nominal (cf. artigo 276.^o, n.^o 4). Como bem se sabe, o DL n.^o 49/2010, de 19 de maio, introduziu na ordem jurídica portuguesa as ações sem valor nominal, permitindo assim que uma sociedade anónima tenha o seu capital representado por ações a que não cabe um valor nominal (que é tendencialmente fixo) mas a que equivale o respetivo (e proporcional) valor no património da sociedade, ou seja, o valor real da ação enquanto partícula aritmética de um todo patrimonial (vulgarmente denominado também por valor contabilístico)⁹¹.

Na terceira aceção, finalmente, a ação tem como significado o próprio meio de representação das participações sociais em discussão. Quanto à representação dos valores mobiliários, por força do artigo 46.^o, n.^o 1, do CVM, estes são obrigatoriamente escriturais ou titulados, “consoante sejam representados por registos em conta ou por documentos em

⁸⁷ Sobre esta questão *vide* o ponto 2.2.1(ii) *infra*.

⁸⁸ Cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial* cit., p. 205.

⁸⁹ Aceção que goza de igual significado e relevância no campo das sociedades em comandita por ações nos termos do disposto no artigo 465.^o, n.^o 3.

⁹⁰ *Vide* o ponto 2.1.1(iii) *supra*.

⁹¹ Dito isto, sai pelo menos beliscada esta aceção do conceito de ação uma vez que em certas sociedades não se poderá encontrarmos este rigor na pureza da sua formulação originária – tal como refere, por exemplo, PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Ações Privilegiadas*, Almedina, 1993, p. 142.

papel”⁹². Neste contexto importa salientar que, não obstante o crescente movimento no sentido da desmaterialização dos valores mobiliários, contrariamente ao que sucede em muitos ordenamentos jurídicos europeus⁹³, no direito português existe ainda um regime de paridade jurídica entre valores mobiliários titulados e escriturais, porquanto a lei não elimina nenhuma das duas formas de representação nem estabelece uma relação de primazia entre as mesmas. Com efeito, Portugal continua a ser um dos países em que se admitem valores mobiliários titulados, que, todavia, não se confundem com os próprios títulos de crédito⁹⁴.

Finalmente, e já para além da tradicional (mas ainda assim incólume) visão de ACHILLES RENAUD, conforme destacam ENGRÁCIA ANTUNES e OSÓRIO DE CASTRO, no significado de ação está também contida a sua existência enquanto “*produto financeiro*”⁹⁵, destacando-se nesta dimensão aquela que é uma das características essenciais ao próprio conceito de valor mobiliário: a aptidão para serem negociados em mercado de capitais ou fora dele, *i.e.* a sua “negociabilidade”⁹⁶. Sobre este aspeto diga-se, de passagem, que é hoje indubitável a conclusão de que existe no conceito de ação também o significado desta enquanto produto financeiro, algo que, de resto, decorre diretamente da previsão das ações no topo do elenco de valores mobiliários com *nomen iuris* (cf. artigo 1.º, alínea *a*), do CVM). No plano concreto da negociação de ações no mercado de capitais, não podemos também deixar de enfatizar que, no seio do único mercado regulamentado português (*i.e.* a *Euronext Lisbon*), as ações continuam a ser – por esmagadora maioria – os valores mobiliários mais

⁹² Sobre a forma de representação dos valores mobiliários convém também salientar que vigora, entre nós, um princípio de unidade de forma, de acordo com o qual os valores mobiliários de uma mesma emissão devem ser representados através de uma daquelas duas formas de representação, salvo “*para efeitos de negociação no estrangeiro*” (cf. artigo 46.º, n.º 2, do CVM).

⁹³ Sobre a forma de representação dos valores mobiliários remetemos uma análise mais detalhada para PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª ed., Almedina, 2016, pp. 178-190.

⁹⁴ Apesar de valores mobiliários titulados e títulos de crédito serem duas coisas distintas, há largos anos que há espaço na doutrina para a discussão sobre a natureza jurídica da ação enquanto título de crédito. Não nos debruçaremos especificamente sobre este assunto, pelo que neste contexto remetemos para, entre outros, ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Títulos de Crédito: Uma Introdução*, Coimbra Editora, 2009, pp. 10 e ss..

⁹⁵ Cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros* cit., p. 75 e OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários* cit., pp. 71-76, chegando este segundo Autor a falar da “*vocação circulatória*” das ações como a característica que, de um ponto de vista ontológico, as distingue das quotas, cuja rigidez em matéria de circulação em nada se compara com o princípio da livre transmissibilidade que vigora no caso das ações (cf. artigo 328.º).

⁹⁶ A essencialidade desta característica para o próprio conceito de valor mobiliário é hoje incontestável, sendo bastante elucidativa a ideia transmitida por RODRIGO URÍA (cf. *Derecho Mercantil* cit., p. 260), que refere que: “*En el tráfico mercantil la idea de «acción» está íntimamente unida a la de «valor» procedente de emisión hecha por entidad pública o privada, susceptible de negociación en Bolsa o fuera de ella. La negociabilidad siempre ha sido nota destacada del valor mobiliario*”.

transacionados⁹⁷. Para esta realidade concorrem vários fatores, entre eles a maior certeza no que concerne ao regime jurídico aplicável às ações, o que confere aos investidores uma acrescida segurança na hora de investir, e até a própria fisionomia do mercado de capitais português, que, não estando no estágio de evolução de outros mercados de capitais (como por exemplo o norte-americano, o inglês ou o alemão), funciona, grosso modo, à base da transação de ações, que desta forma apresentam uma elevada liquidez em mercado (dependendo esta liquidez, claro, de emitente para emitente) – sendo mais comum que outros produtos financeiros sejam transacionados fora do mercado regulamentado, em regra, através de operações *over the counter* (OTC). Ora, do que se disse anteriormente, com especial ênfase para a afirmação de RODRIGO URÍA que citámos *supra*, fica claro que os acionistas de uma sociedade anónima variarão, pelo menos potencialmente, consoante as transações de ações da sociedade pelo que, em hipótese, uma sociedade anónima poderá ver o seu elemento pessoal (neste caso, o substrato formado pelos acionistas) em permanente mutação ao sabor da negociação das suas ações em mercado secundário ou através de contratos transmissivos celebrados pelos seus acionistas ou entre estes⁹⁸.

É por isso tão impressionante quanto elucidativa a expressão anglo-saxónica *buy-in*, uma vez que reflete exatamente a “compra” da entrada numa sociedade. Dito isto, descobre-se também no ato atributivo da qualidade de acionista um dos próprios *essentialia negotii*⁹⁹ do respetivo contrato de sociedade: a sua onerosidade. Com efeito, e sem prejuízo de aquisições derivadas que possam não consubstanciar atos onerosos¹⁰⁰, regra geral, na origem da

⁹⁷ De acordo com a informação divulgada pela CMVM, em 2015 foram transacionados na *Euronext Lisbon* 29,1 mil milhões de euros, sendo que, “[e]ntre os segmentos que compõem este mercado, o de ações continua a ter o maior peso no total transacionado” (cf. Relatório Anual da CMVM de 2015, p. 129, disponível em http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/RelatorioAnualDaCMVM/Documents/RelatorioAnual2015_Finalb.pdf). Segundo a mesma publicação, constatamos que em números absolutos foram transacionadas naquele mercado 119.383.575.344 ações (aproximadamente 120 mil milhões de ações) durante o ano de 2015, num valor total superior a 28 mil milhões de euros, o que, como se vê, representa mais de 95% do valor total transacionado (cf. p. 131).

⁹⁸ Não sendo esta “mecânica” uma realidade transversal a todas as sociedades anónimas, visto que, por exemplo, se falarmos em sociedades anónimas fechadas (de que são exemplo paradigmático as sociedades anónimas familiares), estaremos, à partida, perante sociedades em que o substrato pessoal é dotado de menor flexibilidade, preservando-se o valor da estabilidade dos acionistas.

⁹⁹ Em matéria de elementos contratuais e, em especial, sobre o significado dos elementos essenciais no quadro contratual, vide GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, 4.ª ed., Coimbra Editora, 2002, pp. 254-255.

¹⁰⁰ Pense-se, por exemplo, no sujeito que adquire a qualidade de acionista de uma sociedade por efeito sucessório ou até através de transmissões *inter vivos* (por exemplo, por doação de que seja beneficiário).



atribuição da qualidade de acionista encontramos um ato de cariz patrimonial (normalmente através da subscrição ou aquisição de ações). Inere portanto à onerosidade que se aponta ao contrato de sociedade – irrefutável em qualquer tipo de sociedade¹⁰¹ –, dicotomicamente, a noção de que este contrato não é gratuito. Isto significa que os acionistas, enquanto partes do contrato de sociedade (artigos 7.º e 273.º), suportam um “*sacrifício patrimonial*” com vista à obtenção de uma “*atribuição patrimonial*”¹⁰², ou, por outras palavras, investem bens patrimoniais (no ato constitutivo ou em momento superveniente e quer se tratem de entradas em dinheiro ou em espécie) de modo a, com o emprego daquele investimento no exercício de uma atividade comercial, “colherem os frutos” do seu investimento na forma do respetivo retorno patrimonial. Ou seja, a onerosidade do contrato de sociedade está intimamente relacionada com o denominado *animus lucrandi*, uma vez que ao efetuar uma contribuição, *i.e.* ao pagar um preço para subscrever ou adquirir ações, e com isto a qualidade de acionista, este fá-lo com a intenção de retirar benefícios económicos em seu proveito, e não por um ânimo solidário ou de cariz não patrimonial¹⁰³. Do mesmo modo, numa perspetiva coletiva, é finalidade natural de qualquer sociedade a prossecução do lucro¹⁰⁴⁻¹⁰⁵.

No entanto, esta natural vocação para a prossecução do lucro não é um elemento essencial e, por isso, indispensável ao conceito de sociedade comercial. Pensem-se, por exemplo, nas inúmeras sociedades comerciais que hoje em dia são constituídas com fins meramente instrumentais ou cuja finalidade primordial não envolva necessariamente a prossecução do lucro. No nosso quotidiano podemos encontrar estas sociedades em diversos

¹⁰¹ Com efeito, mesmo considerando a hipótese já ensaiada previamente nesta dissertação sobre uma sociedade em nome coletivo constituída apenas por sócios de indústria, em qualquer caso à entrada de um sócio equivalerá sempre um qualquer sacrifício económico, quer se trate de uma contribuição pecuniária ou em espécie, onde a respetiva avaliação patrimonial será mais fácil, quer a entrada se configure como uma entrada com trabalho ou serviços, caso em que deverá ser apurado o valor dos mesmos.

¹⁰² Cf. GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos* cit., p. 480.

¹⁰³ Neste sentido, PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.ª ed., Almedina, 2006, p. 374.

¹⁰⁴ Acompanhamos, desta forma, a tese de BRITO CORREIA (cf. *Direito Comercial* cit., p. 30), que categoricamente defende que “[a] sociedade tem, por natureza, um intuito lucrativo”. Em consonância com esta posição, por exemplo, alinham-se também os contributos de LEITE DE CAMPOS (cf. MANUEL PEDRO e PAULO ASSUNÇÃO, *Lições de direito comercial: proferidas pelo Professor Doutor Diogo Leite Campos*, Edição do Círculo de Estudos Científicos, 1985, pp. 147 e 172), qu ressalva que “*este fim não é considerado pela lei comercial como essencial*”, sendo, não obstante, “*o caso normal e mais vulgar, o da sociedade lucrativa*”; de PAIS DE VASCONCELOS (cf. *A Participação Social* cit., p. 71), que defende que “[é] típico da sociedade comercial o intuito lucrativo”.

¹⁰⁵ Neste sentido, entre tantos outros, BRITO CORREIA (*Direito Comercial* cit., p. 30).

contextos, seja porque estão integradas em grupos de sociedades em que se assiste a uma ramificação funcional das respetivas empresas, reservando para alguma(s) da(s) sociedade(s) do grupo papéis instrumentais face a outras sociedades ou ao próprio grupo, seja porque são criadas com propósitos específicos que consomem o próprio objeto da sociedade, como é o caso dos *Special Purpose Vehicles* (SPVs)¹⁰⁶. Na mesma linha, mas ainda sob uma perspetiva diferente, podemos também falar em sociedades comerciais que não estão orientadas à prossecução do lucro, pelo menos primordialmente, no caso das sociedades anónimas desportivas¹⁰⁷ e das sociedades comerciais que veiculam a intervenção estatal na economia¹⁰⁸.

Este apontamento sobre a onerosidade do contrato de sociedade e sobre o *animus lucrandi* de sociedades anónimas e acionistas é, para nós, preponderante, consubstanciando um dos supedâneos lógicos da razão de ser das sociedades anónimas. E uma vez que a qualidade de acionista está vinculada à titularidade das ações e, por outro lado, as sociedades anónimas têm obrigatoriamente o seu capital dividido em ações, não oferece dúvidas a ideia tradicional de que os acionistas são os *owners* das sociedades anónimas¹⁰⁹. É com base neste conjunto de fatores que é reconhecido aos acionistas, enquanto donos das sociedades anónimas, um determinado *statuts* jurídico que consiste no espetro de direitos e obrigações inerentes à respetiva participação social, que, por seu turno, moldam e disciplinam a respetiva condição acionista e com isso a atuação daqueles na vida da sociedade. Não obstante, este dogma acerca da titularidade das sociedades anónimas tem sofrido nas últimas décadas uma

¹⁰⁶ Retrata esta situação, com particular enfoque para as *special purpose entities* (*spe*) e para as *shell companies*, PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social* cit., pp. 83-84.

¹⁰⁷ Cujo novo regime jurídico foi aprovado pelo DL n.º 10/2013, de 25 de janeiro.

¹⁰⁸ Que se encontram com maior frequência no setor da saúde, onde são comumente utilizadas para efeitos de administração hospitalar. Sobre este fenómeno bem como sobre o desenvolvimento das sociedades anónimas desportivas, vide FÁTIMA GOMES, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Tese de doutoramento, Almedina, 2011, pp. 73 e ss.

¹⁰⁹ Sem prejuízo da personalidade jurídica que, nos termos do disposto no artigo 5.º, é reconhecida a todos os tipos de sociedades comerciais. Sobre este assunto, e fazendo a distinção entre a “*dignidade*” e o “*estatuto ético-ontologicamente fundante*” de pessoas singulares e pessoas coletivas, PAIS DE VASCONCELOS (cf. *A Participação Social* cit., pp. 370-372) explica que apesar de serem pessoas jurídicas, as sociedades (e, com isto, as participações sociais) também podem assumir a qualidade de objeto de situações e relações jurídicas, uma vez que, de um ponto de vista funcional, “[a] *personificação das sociedades comerciais responde a uma necessidade técnico-jurídica de facilitar a autonomização entre o sócio e a sociedade, no aspecto pessoal (imputação de situações jurídicas) e patrimonial (principalmente a limitação da responsabilidade), e ainda de titularidade e transmissão, circulação e oneração da participação social*”.

ameaça crescente através dos vários fenómenos que ocorrem na vida da sociedade e que provocam a separação entre a titularidade (*ownership*) desta e o seu controlo (*control*)¹¹⁰⁻¹¹¹.

(ii) *A dualidade natural da participação social*

Na sequência do ponto anterior resulta inequívoca a perceção de que as ações, enquanto participações sociais que são, tanto podem ser estudadas na perspetiva do seu conteúdo como numa perspetiva diferente em que as mesmas sejam estudadas enquanto objeto de negócios jurídicos. Desta forma, e não perdendo de vista o plano de exposição da presente dissertação que apresentámos no início da mesma, trataremos agora de examinar e refletir sobre o conteúdo das ações enquanto participações sociais das sociedades anónimas.

Apesar da menor homogeneidade terminológica com que o tema é abordado pela doutrina¹¹², parece-nos bastante claro que a caracterização da participação social enquanto figura jurídica redundará, invariavelmente, na afirmação de uma dupla face, *i.e.* uma ativa e outra passiva¹¹³. Com isto dizemos que o acionista, enquanto titular da sociedade anónima, assume para com esta quer uma posição ativa quer uma posição passiva, consoante seja sujeito ativo de relações jurídicas de que é sujeito passivo a sociedade ou vice-versa. Se virmos esta dualidade por outra perspetiva podemos também dizer que a participação social é

¹¹⁰ Em concreto sobre esta separação remetemos para JEAN TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, Oxford, 2006, pp. 15 e ss.

¹¹¹ Ora, este fenómeno pode ocorrer pelas mais variadas razões, desde a maior dimensão e dispersão acionista das sociedades, que será acompanhada por uma maior independência e influência dos respetivos órgãos sociais, a situações em que o controlo das sociedades deriva do órgão administrativo, designado pela vontade dos acionistas (expressa no contrato ou em assembleia, nos termos do artigo 391.º, n.º 1), para terceiros, sendo um dos exemplos mais comuns desta situação a penetração dos credores sociais no campo da *corporate governance* através da estipulação de *covenants*. Sobre este último caso remetemos ulterior desenvolvimento para ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, 2.ª ed., Almedina, 2015, pp. 130-141.

¹¹² Alguns Autores, por exemplo, descolam-se da organização bipolar do conteúdo da participação social, reunindo várias qualificações distintas, dos quais destacamos, entre outros, NICOLA GASPERONI (cf. *Las acciones* cit., pp. 23-31), que, apesar de começar por fazer referência aos direitos subjetivos dos acionistas, qualifica-os, posteriormente, como direitos e faculdades, mencionando também as obrigações e deveres que entende existirem relativamente aos acionistas. Mais precisa é, parece-nos, a afirmação de que as diversas distinções e subcategorizações em relação à componente ativa da participação social se farão, naturalmente, consoante sejam alterados os pontos de vista de análise, sendo desta forma possível distinguir os direitos (e faculdades) em questão consoante a sua fonte, o seu valor, o respetivo modo de exercício, a sua titularidade, a sua essência, e, ainda, de acordo com o seu conteúdo. Este último ponto de vista é, não apenas o mais importante, se não também, consequentemente, aquele que é mais pertinente no contexto da presente exposição.

¹¹³ Neste sentido, entre outros, NICOLA GASPERONI, *Las acciones* cit., p. 31, PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social* cit., pp. 367 e ss..

composta por um polo positivo e por um polo negativo: agrupando-se no primeiro polo os direitos que se reconhecem ao acionista sobre a sociedade, visto ser seu dono¹¹⁴, e, no segundo polo, as obrigações que impendem sobre o mesmo e que refletem as responsabilidades que lhe devem ser assacadas pela titularidade da sociedade. Desta maneira, denota-se que a participação social encerra um equilíbrio genético assente nesta dualidade de relações jurídicas que retribuem e oneram o acionista na sua ligação contratual à sociedade.

Sem prejuízo do que se disse, e de acordo com o regime instituído no CSC, impera que se veja a referida dualidade da participação social como uma relação entre direitos e obrigações que não é estanque, antes gozando de relativa elasticidade porquanto é aberta pelo legislador a porta para a conformação do conteúdo da participação social para além da esfera nuclear da qualidade de sócio. Com efeito, o legislador apenas esboçou aquele que é o conteúdo mínimo universal do *status socii*, prevendo nos artigos 20.º e 21.º as obrigações e os direitos dos sócios em geral e, em especial, prevendo nos artigos 285.º e ss. as obrigações e os direitos dos acionistas. Isto significa que está ao alcance da vontade dos acionistas, ao abrigo da sua autonomia privada e com os limites previstos na lei, a definição e/ou modificação dos direitos e obrigações que inerem às ações, contanto que não sejam ultrapassados aqueles limites que, por um lado, garantem a intangibilidade dos direitos essenciais à qualidade de acionista e que não devem por isso ser indevidamente coartados ou suprimidos, e, por outro lado, proíbem o afastamento das obrigações de que nenhum acionista se poder exonerar. O mesmo é dizer que esta autonomia privada nunca poderá ferir aquele nível mínimo de equilíbrio que se deve verificar na expressão material das vertentes ativa e passiva da qualidade de acionista e que exercem sobre esta condição de socialidade um efeito conformador.

Mas a complexidade da participação social não se basta com a concatenação de direitos e obrigações *per se*, antes se manifestando num plano mais aprofundado do seu conteúdo, ou seja, na própria natureza destes direitos e obrigações. Se, como vimos, a participação social une o seu titular à sociedade, através da qualidade de acionista que aquela

¹¹⁴ Em consonância com o que se verifica, em geral, a respeito da titularidade dos valores mobiliários e da investidura do respetivo titular no “conjunto de posições activas (...) perante entidades emitentes” em que se consubstanciam os direitos inerentes àqueles valores mobiliários (cf. JORGE SANTOS, *Direitos inerentes aos valores mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários: 1.º Curso sobre o Direito do Mercado dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, p. 57).

titularidade confere, para além deste efeito vinculativo a participação social desempenha ainda um papel preponderante na delimitação e regulação da atuação do acionista na própria sociedade, que, no essencial, se pode caracterizar como uma atuação no campo patrimonial ou no campo político (ou de governo) da sociedade¹¹⁵⁻¹¹⁶.

Esta é, cremos, uma visão clara e pragmática do conteúdo da participação social que toma por base a sua configuração jurídico-legal com vista à apreensão do seu significado e do papel que desempenha no surgimento e na conformação da posição jurídica do acionista, consubstanciando, desta forma, o “pressuposto” e a “fonte” dos direitos e obrigações do acionista¹¹⁷. Estabelecida a premissa inicial acerca da dupla face da participação social e da organização do seu conteúdo por referência à sua também dupla natureza (*i.e.* patrimonial e política ou governativa) veremos com maior detalhe, de seguida, quer as obrigações dos acionistas quer também os seus direitos, dedicando-lhes a devida atenção em separado¹¹⁸.

(iii) *O princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas*

Em jeito de remate quanto à caracterização da participação social que empreendemos até aqui, consideramos ser útil neste contexto mencionar sucintamente a importância do princípio da igualdade de tratamento que, sendo um princípio geral edificante do Direito das Sociedades Comerciais, assume considerável preponderância no seio das sociedades anónimas (pelo que doravante faremos menção ao princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas). A natureza fundante deste princípio no enquadramento legal das sociedades anónimas é corroborada, desde logo, pela sua previsão expressa no contexto da Segunda Diretiva sobre Sociedades. Com efeito, na respetiva versão portuguesa, dispõe da seguinte forma o seu artigo 42.º: “*Para a aplicação da presente directiva, as legislações dos*

¹¹⁵ Neste sentido, por exemplo, OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários* cit., pp. 88 e ss., distingue entre *direitos políticos* e *direitos patrimoniais*, tal como, por exemplo, RODRIGO URÍA, *Derecho Mercantil* cit., p. 267, para quem os direitos mínimos da condição de acionista se podem dividir entre aqueles que têm *natureza económica patrimonial* e aqueles que têm *carácter essencialmente político ou funcional*.

¹¹⁶ Face à já aludida importância da *corporate governance* enquanto disciplina especial do direito das sociedades comerciais, preferimos falar em direitos e obrigações políticos ou de governo, e já não administrativos. Contra, por exemplo, PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social* cit., pp. 367 e ss., que distingue entre *poderes patrimoniais* e *poderes administrativos*.

¹¹⁷ Cf. NICOLA GASPERONI, *Las acciones* cit., p. 31.

¹¹⁸ Vide os pontos 2.2.2 e 2.2.3 *infra*, respetivamente.

Estados-membros garantirão um tratamento igual aos accionistas que se encontrem em condições idênticas”.

Em primeiro lugar é mister esclarecer que não estamos perante a exigência de uma situação de igualdade de moldura semelhante àquela que brota do princípio de igualdade que se encontra previsto em sede constitucional¹¹⁹. Efetivamente, o princípio de igualdade de tratamento, que não obstante não resultar expressamente de disposição legal no CSC¹²⁰⁻¹²¹, é por este aflorado em vários casos¹²², apreende-se não como um princípio que exija a igualdade substancial entre todos os acionistas mas sim uma igual sujeição de todos eles ao respetivo quadro normativo aplicável¹²³. Assim, haverá que tratar igualmente o que é igual, e, inelutável e simetricamente, de modo diferente o que é diferente. É, pois, precisamente este o significado que se deve assacar ao texto comunitário quando refere os “*accionistas que se encontrem em condições idênticas*”.

Sobre este princípio, que vê como fundamental no Direito das Sociedades, PAULO OLAVO CUNHA explica a lógica que lhe subjaz ensinando que “*na prossecução da atividade societária e da realização do interesse social, a sociedade deve colocar todos os associados em pé de igualdade, não podendo proceder a escolhas aleatórias e arbitrárias entre eles que os beneficiem ou prejudiquem. Por outras palavras, em igualdade de circunstâncias, e considerando naturalmente a proporção da respetiva participação no capital da sociedade, os sócios devem ser objeto de tratamento igualitário*”, concretizando dizendo que “*a igualdade de tratamento, no plano das sociedades anónimas, deve ser*

¹¹⁹ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades*, I – Parte Geral, 1.^a reimpressão da 3.^a ed., ampliada e atualizada, Almedina, 2016, p. 284.

¹²⁰ Merecendo, todavia, esta consagração expressa no âmbito do CVM, sendo disso cabal prova o disposto nos artigos 15.º, 112.º e 197.º deste diploma.

¹²¹ Como sucede, por exemplo, no direito espanhol, de acordo com o artigo 97 da LSC, para as sociedades de capitais em geral e, com o artigo 514, também da LSC, para o caso das sociedades cotadas em bolsa.

¹²² Tal como explicitamente resulta do disposto nos artigos 213.º e 248.º, no caso das sociedades por quotas, e, no caso das sociedades anónimas, à luz da redação dos artigos 321.º e 344.º. Note-se, também, que para além de outros casos em que se vislumbra a presença da *ratio* deste princípio na regulação da relações entre sócios e entre estes e a sociedade, é feita alusão ao princípio também no plano das assembleias de obrigacionistas, de acordo com o disposto no artigo 355.º, n.º 9.

¹²³ Neste sentido, entre outros, MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades I cit.*, p. 284.

ponderada e avaliada em função de cada participação social e não relativamente aos titulares (acionistas)”¹²⁴.

Ora, como se percebe pela explicação citada, o tratamento igualitário que se exige que a sociedade cumpra relativamente aos acionistas deve ter em atenção a porção do capital social que cada um deles representa através das ações de que é titular. Quer isto dizer que na manifestação deste princípio valerá, pode dizer-se, um critério patrimonial de proporcionalidade que trate todos os acionistas por igual ao tratar cada um deles de acordo com a medida da sua participação social.

Importa ainda referir que este princípio, sem embargo de se considerar um princípio fundamental do Direito das Sociedades, não pode prevalecer de modo absoluto sobre a autonomia privada dos respetivos contraentes (leia-se, dos acionistas), razão pela qual pode o mesmo ser postergado por vontade unânime daqueles – não se pode conceber, em rigor, que a unanimidade do consenso dos acionistas esbarre nas imposições daquele princípio, sem prejuízo, claro, do cumprimento pelas normas e pelos desígnios gerais do Direito cuja faculdade de derrogação nem ao consenso unânime dos acionistas é permitido.

2.2.2 Obrigações dos acionistas

(i) *Obrigações de entrada*

Ao abrigo do artigo 20.º, alínea *a*), todos os sócios são obrigados “[*a*] entrar para a sociedade com bens suscetíveis de penhora ou (...) com indústria”¹²⁵. A obrigação de entrada, vertida na norma citada do CSC, é, por assim dizer, a obrigação primária do sócio, aquela que precede as demais e da qual nenhum sócio se pode eximir. Falamos de uma obrigação que, em rigor, é nada mais nada menos que o combustível patrimonial do veículo contratual eleito pelos sócios quando constituem uma sociedade, ou seja, com o lucro no horizonte, os sócios aceitam contribuir patrimonialmente para um ente comum que, no seu interesse, promoverá a maximização daquelas contribuições por forma a retribuir o respetivo sacrifício patrimonial sob a forma de retorno daquele investimento. O mesmo é dizer que a essencialidade desta

¹²⁴ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais* cit., p. 110.

¹²⁵ Estando as entradas em indústria absolutamente excluídas do regime legal de sociedades por quotas (artigo 202.º, n.º 1) e de sociedades anónimas (artigo 277.º, n.º 1).

obrigação para o sócio nasce da própria conaturalidade da mesma ao contrato de sociedade, uma vez que integra o próprio conceito legal de sociedade plasmado no artigo 980.º do CC¹²⁶. Ora, a norma em apreço tem três importantes componentes, a sua inegável universalidade subjetiva, porquanto não há dúvida de que sobre todos os sócios impende a obrigação de entrada¹²⁷, a previsão taxativa dos bens objeto da obrigação de entrada, sobre que nos deteremos adiante, e, finalmente, a derrogação da regra mencionada anteriormente acerca do objeto da obrigação de entrada no campo das sociedades de pessoas.

Quanto à segunda parte da norma, que traz à colação os “*bens susceptíveis de penhora*”, não podemos deixar de analisar e comentar a opção vertida no CSC. A opção em causa refere-se exatamente à locução adotada para determinar quais os bens idóneos para o cumprimento da obrigação de entrada dos sócios e à divergência entre o teor da norma prevista no CSC e o da correspondente norma da Segunda Diretiva das Sociedades, cujo artigo 7.º, na sua versão em língua portuguesa, dispõe que: “[o] capital subscrito só pode ser constituído por elementos do activo susceptíveis de avaliação económica. Todavia, estes elementos do activo não podem ser constituídos pela obrigação de execução de trabalhos ou de prestação de serviços”. Considerando que, como vimos, a Segunda Diretiva das Sociedades se propôs a uniformizar as regras internas dos Estados Membros em matéria de sociedades anónimas, não se oferecem críticas ao modo como foram excluídas do âmbito das sociedades de capitais portuguesas as entradas em indústria. Porém, a verdade é que o legislador nacional foi mais longe do que as diretrizes europeias quando previu no CSC que apenas “*bens susceptíveis de penhora*” poderiam ser “aportados” a título de obrigação de entrada. Conforme demonstra RAÚL VENTURA¹²⁸, não foi inocente a decisão tomada pelo

¹²⁶ Seguimos, nesta ilação, a posição de, por exemplo, TARSO DOMINGUES, *Do Capital Social* cit., pp. 72 e ss. e de PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social* cit., p. 259.

¹²⁷ Norma imperativa expressamente prevista no artigo 12.º da Segunda Diretiva das Sociedades, por força do qual, de acordo com a respetiva versão em língua portuguesa: “os accionistas não podem ser dispensados da obrigação de realizar a entrada”.

¹²⁸ Cf. RAÚL VENTURA, *Adaptação do direito português* cit., p. 25: “A exposição de motivos da proposta contém observações importantes sobre a intenção daquele preceito. Em primeiro lugar, explica o termo «realização» notando que ele exclui as entradas com indústria e que os «valores realizáveis» equivale a «valores cedíveis», mas é diferente de «valores executáveis ou penhoráveis» (*saisissables*); embora a exigência da penhorabilidade desse maiores garantias, a proposta afastou-a, por causa das variações da noção de realização forçada nos vários Estados membros. Em segundo lugar, esclarece que o texto do art. 10.º não impede que o know-how ou good-will possam ser considerados entradas realizáveis, ficando aberto aos Estados tomar disposições concretas sobre essas matérias”.

legislador nacional ao consagrar aquela norma. Em rigor, a exigência de que a obrigação de entrada nas sociedades de capitais se cumpra através da aportação de bens suscetíveis de penhora e não de “*elementos do activo susceptíveis de avaliação económica*” conduz a uma redução do escopo material da norma¹²⁹.

Paradoxalmente, apesar de estreitar o critério patrimonial de admissibilidade das entradas dos sócios, veiculando, como se viu, uma forte carga capitalística, a norma procede também ao alargamento do âmbito de aplicação subjetivo da norma comunitária na medida em que esta impera sobre as sociedades por quotas de igual modo. De facto, como vimos, o legislador nacional verteu no CSC um regime legal para as sociedades por quotas com variadíssimos pontos de contacto com o quadro normativo das sociedades anónimas, tendo criado um regime bipartido para as sociedades de capitais fundado numa matriz comum e que se identifica com a espinha dorsal da Segunda Diretiva das Sociedades.

No plano especial das sociedades anónimas, e considerando o que já foi exposto ao longo da presente dissertação, recordando em particular o que dissemos a propósito da função interna de produção desempenhada pelo capital social nas sociedades anónimas¹³⁰, releva também neste momento analisarmos rapidamente o conteúdo dos artigos 277.º, n.º 2, e 285.º, n.º 1, que versam sobre a possibilidade de diferimento das entradas em dinheiro dos acionistas. Esta regra, que não se pode dizer exatamente controversa, e que tão pouco é exclusiva do nosso ordenamento jurídico, dá azo a discussões na doutrina sobre o concreto significado da letra da lei, indagando-se se o diferimento de 70% do valor das entradas em dinheiro deve ser considerado como um todo ou, alternativamente, por referência à obrigação de entrada de cada um dos acionistas¹³¹.

Face ao princípio da formação real do capital social, ao efeito atributivo da qualidade de acionista pela participação no mesmo, e considerando ainda essencialidade da obrigação de entrada em relação ao próprio contrato de sociedade, parece-nos que cada acionista deverá

¹²⁹ Esta posição, de resto, não foi seguida noutros ordenamentos jurídicos tais como o espanhol, onde a redação do artigo 58.º, n.º 1, da LSC, é bastante mais fiel à norma comunitária ao exigir que a obrigação de entrada seja cumprida através de “*bienes o derechos patrimoniales susceptibles de valoración económica*”.

¹³⁰ Vide o ponto 2.1.2(ii) *supra*.

¹³¹ Questão debelada pela raiz, por exemplo, no caso da lei espanhola que exige quanto às entradas em dinheiro para a subscrição de ações a realização de, pelo menos, 25% do valor nominal de “*cada una de ellas*” (artigo 79.º da LSC).

realizar, incontornavelmente, pelo menos 30% da sua entrada em dinheiro no ato constitutivo da sociedade. Assim, os 70% do valor nominal das entradas em dinheiro cuja realização pode ser diferida pela sociedade deverão corresponder, no limite, à soma dos 70% de cada uma das entradas em dinheiro cuja realização foi diferida. O mérito desta solução é, de resto, confirmado pelos cenários irrazoáveis (e contrários à lei) a que pode conduzir a tese oposta, segundo a qual, admitindo-se que aquele limite é apenas absoluto, vinculando a sociedade mas não cada um dos acionistas, abrir-se-ia a porta a situações em que determinados acionistas adquiririam esta qualidade através de contribuições irrisórias para a sociedade ou até mesmo sem efetuarem qualquer contribuição efetiva para o seu capital.

(ii) *Obrigação de quinhoar nas perdas*

A par da obrigação de entrada, é comumente vista como uma das principais obrigações dos acionistas aquela que os sujeita a participarem nas perdas da sociedade¹³². Todavia, distingue-se daquela, desde logo, pelo seu conteúdo jurídico, um vez que não estamos perante uma obrigação de atuação positiva mas, ao invés, perante uma “*situação de sujeição jurídica*”¹³³, que se caracteriza, assim, não por impor ao acionista uma determinada conduta (por a  o ou omissão) mas apenas por incluir na sua qualidade de acionista a respetiva responsabilidade proporcional (em função do capital detido) nas perdas da sociedade, salvo convenção em contrário (artigo 22.é, n.  1). Esta diferente natureza do seu conteúdo justifica-se pela própria natureza das coisas, visto que, idealmente, a sociedade poderá até nunca sofrer quaisquer perdas no giro comercial e, com isso, o acionista poderá nunca ser chamado a participar nas mesmas. Com efeito, o sentido desta obrigação, que, recorde-se, decorre imperativamente da lei para todos os tipos de sociedades (com as devidas exceções no caso de sócios de indústria), compreende-se melhor quando vista sob o prisma da liquidação da sociedade¹³⁴. Tal não significa que a sociedade não possa sofrer perdas antes

¹³² Sobre o conceito de perdas da sociedade *vide*, entre outros, FÁTIMA GOMES, *O Direito aos Lucros* cit., pp. 45 e ss.

¹³³ Cf. FÁTIMA GOMES, *O Direito aos Lucros* cit., p. 143.

¹³⁴ Apesar de as sociedades comerciais poderem ser constituídas “a prazo” (artigo 15.é, n.é 1), a prática comum (e também a norma supletiva prevista no CSC) dita que as mesmas se constituem e existem por tempo indeterminado, pelo que,   partida, os cenários de liquidação das sociedades estarão mais frequentemente

desse momento ou que o acionista não seja chamado a suportá-las até lá, visto que constituem exemplos típicos de suportação de perdas durante a vida da sociedade, nomeadamente, as situações de redução de capital para cobertura de preju  os (artigo 94.é, n.  1,   nea a))¹³⁵. Assim, esta obrigação distancia-se também da obrigação de entrada pelo momento¹³⁶ em que a mesma se constitui e até pela eventualidade da sua constituição, esta última situação ilustrando bem o sentido do vocábulo inserido na previsão legal desta obrigação. De facto, não estamos perante uma obrigação de conteúdo certo e determinado mas antes perante uma obrigação de comparticipar em eventuais perdas da sociedade, o que, como vimos, consubstancia uma situação de sujeição jurídica dos sócios    ocorrência de tal evento que perdurará enquanto se mantiver a dita qualidade de sócio.

Importa porém destacar que, ainda que indiretamente, o acionista será sempre afetado pelas perdas sofridas pela sociedade, nesta medida quinhoando nas mesmas ao longo da vida desta, mormente pela depauper  o do valor real da sua participação social ou pelo custo de oportunidade associado à cobertura daquelas perdas através de capitais próprios da sociedade¹³⁷. Mas se esta sujeição indireta pode não ser tão clara,    inequívoca a obrigação de participar nas perdas da sociedade nos casos em que tipicamente esta se coloca e que se referem    liquidação da sociedade e    insuficiência do ativo restante, nos termos do artigo 156.é, n.às 2 e 3, de acordo com os quais, respetivamente, o ativo restante (que corresponde ao património líquido remanescente uma vez pagas as d  vidas da sociedade nos termos do artigo 154.é) deve, “*em primeiro lugar*”, ser destinado ao “*reembolso do montante das entradas efectivamente realizadas*”, e, nos casos em que este ativo seja insuficiente para o

relacionados com eventos que tenham conduzido, por exemplo,    sua insolvência, sendo menos frequente a liquidação nos casos de dissolução das sociedades por razões de encerramento do respetivo negócio comercial.

¹³⁵ Segundo FÁTIMA GOMES (cf. *O Direito aos Lucros* cit., p. 48), poderemos considerar como sendo situações de perdas “*usuais*” nas sociedades de capitais: (i) a “*não obtenção de reembolso das entradas realizadas, em sede de liquidação*”, (ii) o “*dever de reconstituir o capital social «perdido»*”, situação prevista no artigo 35.é, e, (iii) a “*realização de reforços financeiros entregues à sociedade*” para cobertura de preju  os incorridos, mediante previsão estatutária ou deliberação nesse sentido.

¹³⁶ A obrigação de entrada nasce no ato constitutivo da sociedade, podendo a realização das entradas em dinheiro ser diferida por um prazo máximo de cinco anos, hipótese em que, apesar de j   se ter constituído na esfera jurídica do acionista, não está ainda vencida, uma vez que o vencimento da obrigação depende da interpelação do acionista para o seu pagamento (artigo 285.é, n.é 2).

¹³⁷ Que, como explicita FÁTIMA GOMES (cf. *O Direito aos Lucros* cit., p. 148) com apreço    “*melhor doutrina*” italiana, “*obedece a uma hierarquia. Tais perdas serão, assim, compensadas através dos resultados positivos do exercício, seguindo-se a utilização dos diversos fundos de reserva e, por último, afectando o capital social*”.

reembolso integral daquelas entradas, deve o mesmo ser “*distribuído pelos sócios, por forma que a diferença para menos se recaia em cada um deles na proporção da parte que lhe competir nas perdas da sociedade; para esse efeito haverá que ter em conta a parte das entradas devidas pelos sócios*”¹³⁸.

Vista preliminarmente a obrigação de quinhoar nas perdas, cabe agora complementar esta noção com o regime instituído nas sociedades anónimas, de acordo com o qual cada acionista limita a sua responsabilidade por dívidas da sociedade “*ao valor das acções que subscreveu*” (artigo 271.º). Assim, nasce e contém-se na participação no capital social a responsabilidade individual do acionista e, consequentemente, a medida da sua obrigação de quinhoar nas perdas da sociedade. Em oposição ao que sucede no contexto das sociedades de pessoas, em que vigora um regime de responsabilidade ilimitada, e ainda de modo distinto relativamente ao regime que vigora nas sociedades por quotas em relação à solidariedade entre sócios pelas entradas, a obrigação de quinhoar nas perdas numa sociedade anónima tem como medida e limite individual, em princípio, a participação de cada acionista no capital da sociedade.

Finalmente, deve ainda dizer-se que se todos os acionistas são obrigados a participar nas perdas da sociedade, então, *a contrario*, está vedada a convenção que exonere um ou mais sócios daquela obrigação. A indisponibilidade de uma estipulação convencional deste género ilustra bem o carácter fundamental desta obrigação no núcleo da qualidade de sócio a que aludimos anteriormente e que, como vimos, é típico e intangível, pelo que é subtraído legalmente ao campo da autonomia privada dos sócios. Apesar da sua conexão com a obrigação dos sócios de quinhoarem nas perdas da sociedade, trataremos do estudo da indisponibilidade desta convenção a propósito do debate em torno da proibição do pacto leonino, matéria que desenvolveremos no âmbito do direito dos sócios a quinhoarem nos lucros da sociedade e para a qual se remete¹³⁹.

¹³⁸ O trecho citado no n.º 3, do artigo 154.º, reveste-se de particular interesse na medida em que ressalva quer a eventualidade de ter sido convencionalizada a participação nas perdas de algum(ns) acionista(s) que não seja proporcional à respetiva entrada (convenção admitida nos termos do já citado artigo 22.º, n.º 1) quer a possibilidade de existirem, aquando da liquidação, entradas que não tenham sido integralmente realizadas (procedendo-se ao devido desconto do reembolso devido ao acionista pelo valor da entrada que não tenha sido realizado).

¹³⁹ Vide o ponto 2.2.3(i) *infra*.

(iii) *Outras obrigações: breve referência*

Antes de avançarmos para as obrigações de natureza não patrimonial, e sem que nos alonguemos em demasia neste ponto, aproveitamos o ensejo criado pela reflexão sobre a onerosidade do contrato de sociedade e a vocação lucrativa do projeto empresarial subjacente para, sem esquecer o que se disse sobre a obrigação de entrada, indagar sobre a existência ou não de uma obrigação de capitalização das sociedades a cargo dos respetivos sócios. Note-se, ainda assim, que esta questão é tão complexa quanto vasta e não poderíamos aqui desenvolvê-la cabalmente sem dano para o seu tratamento condigno, pelo que, desta maneira, procuraremos ser extremamente concisos na sua abordagem.

O que se discute neste contexto é se deve ou não ser assacada aos sócios a responsabilidade de capitalizarem a sociedade em situações em que a mesma não disponha dos fundos necessários para o desenvolvimento da respetiva atividade comercial, falando-se amiúde a este propósito das situações de subcapitalização da sociedade (que pode ser entendida de acordo com diversas modalidades). Para lá da obrigação de entrada, existem no nosso ordenamento jurídico outros mecanismos de capitalização da sociedade por parte dos sócios¹⁴⁰, em especial, através de prestações suplementares (artigo 210.º)¹⁴¹ e de prestações acessórias (artigos 209.º e 287.º), no entanto, a sua consagração legal não tem como fundamento primordial o objetivo de onerar os sócios com a responsabilidade pela permanente capitalização da sociedade.

Apesar da maior pertinência na presente da dissertação das obrigações de natureza patrimonial que impendem sobre os acionistas, e antes de passarmos a analisar os seus direitos, aproveitamos para dar breve nota de que podemos também falar em obrigações que “oneram” a qualidade de acionista mas que não se revestem necessariamente de natureza

¹⁴⁰ De que é igualmente exemplo paradigmático o contrato de suprimento (artigos 243.º a 245.º).

¹⁴¹ Não obstante este ser um tipo de prestação de capital previsto apenas para as sociedades por quotas, consideramos que não deve ser cegamente vedado o recurso às mesmas no caso das sociedades anónimas. Com efeito, sem desprezar a maior pessoalidade que lhes inere, o que poderia aparentemente afastá-las das sociedades anónimas, a sua admissibilidade através de aplicação analógica deve ser admitida quando esta se justifique, sendo disso exemplo perfeito o campo das sociedades anónimas familiares, tendencialmente fechadas e de menor dispersão acionistas, elevando-se um cunho pessoal que poderá justificar a dita aplicação analógica. Assim, neste contexto, seguimos a posição de PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social* cit., pp. 275-278.

patrimonial. Assim, e ainda que não constitua a norma no caso das sociedades anónimas, os acionistas podem assumir, nos termos gerais, obrigações no campo do governo da sociedade – pense-se, por exemplo, que através do contrato de sociedade podem ser designados administradores de uma sociedade anónima um ou mais acionistas (artigo 391.º, n.º 1)¹⁴².

Por outro lado, e centrando-se neste segundo caso a tónica deste ponto, discute-se (com maior ênfase nos últimos anos) também a existência de obrigações para os acionistas que derivam do cariz social do contrato de sociedade e que visam disciplinar a atuação daqueles dentro da sociedade, enquanto instituição, bem como na relação com os demais acionistas. Embora seja um campo de onde brotam muitos dos problemas que surgem na vida real das sociedades anónimas, estas obrigações não merecem o aprofundamento científico que sempre foi dedicado às obrigações de natureza patrimonial a que acima aludimos, o que não surpreende face à sua inelutável maior preponderância. Assim, em jeito de remate, realçamos na doutrina nacional a exposição de PAIS DE VASCONCELOS sobre os “*deveres de lealdade*” que incumbem aos sócios¹⁴³, quer se tratem de deveres típicos ou atípicos¹⁴⁴.

2.2.3 Direitos dos acionistas

(i) *Direito a quinhonar nos lucros*

Prosseguindo com o estudo do conteúdo da participação social – deste modo acompanhando a arrumação das normas do CSC em matéria de obrigações e direitos dos sócios – importa agora debruçarmo-nos sobre o direito dos sócios a quinhonarem nos lucros da sociedade. Em primeiro lugar, e na sequência do que já se disse anteriormente sobre a

¹⁴² É claro que, como veremos a propósito dos direitos dos acionistas (cf. ponto 2.2.3(vi) *infra*), a participação nos órgãos sociais pode também ser vista como um direito, na medida em que assiste a qualquer acionista o direito a ser eleito para o desempenho de cargos nos órgãos sociais da sociedade, nos termos gerais (cf. artigo 21.º, n.º 1, alínea d)).

¹⁴³ Cf. PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social* cit., pp. 332 e ss., que densifica aqueles deveres através de um conjunto de deveres de cooperação que se devem exigir ao sócio (em concreto, deveres de cooperação orgânica, económica e funcional).

¹⁴⁴ Nas palavras de PAIS DE VASCONCELOS (cf. *A Participação Social* cit., p. 332): “A vinculação dos sócios a deveres de lealdade não tem de estar expressamente consagrada na lei”, prosseguindo o Autor afirmando ainda que “[o] direito das sociedades comerciais tem já a profundidade de experiência que permite identificar casos típicos de deslealdade social”.

obrigação dos sócios de quinharem nas perdas da sociedade¹⁴⁵, uma vez que em ambos os casos (*i.e.* lucros e perdas) estamos perante cenários meramente eventuais, ou, por outras palavras, perante eventos cuja ocorrência não é certa mas apenas possível, foi congruente (e acertada) a escolha do mesmo verbo para ambas as normas – não devendo por isso ser desprezado este sacrifício da versatilidade terminológica em abono da certeza do conteúdo normativo destes preceitos. Para além da proximidade que existe entre a redação de cada uma das respetivas disposições legais, existe igualmente entre a obrigação de quinhoar nas perdas e o direito a quinhoar nos lucros uma relação umbilical que levará a que o adequado estudo daquela obrigação não se faça sem o estudo deste direito e vice-versa, dado que, afinal, esta relação de pseudo-simetria exprime a aplicação ao contrato de sociedade do princípio vertido no brocardo latino *ubi commodum, ibi incommodum*¹⁴⁶. No próximo capítulo desta dissertação retomaremos e aprofundaremos o sentido deste famoso axioma jurídico no contexto da nossa dissertação, mas, para já, prosseguiremos apenas com o exame do significado e alcance do direito a quinhoar nos lucros da sociedade.

Nos termos do artigo 21.º, n.º 1, alínea *a*), a todos os sócios é reconhecido o direito a quinharem nos lucros, embora, conforme já aflorámos, este não possa ser configurado como um direito de verificação certa (senão simplesmente possível), estando a sua concretização dependente do fado (leia-se, do sucesso) da sociedade no exercício da respetiva atividade comercial. Por conseguinte, e obedecendo à *ratio* do princípio da intangibilidade do capital social, o artigo 21.º, n.º 2, dispõe que “[é] proibida toda a estipulação pela qual deva algum sócio receber juros ou outra importância certa em retribuição do seu capital ou indústria”. Da leitura de ambas as normas citadas conclui-se que todos os sócios têm direito a receber o seu quinhão dos lucros da sociedade¹⁴⁷, contanto que os mesmos sejam efetivamente gerados e que seja deliberada pela assembleia geral a sua distribuição¹⁴⁸. Desta forma, enquanto corolário inderrogável da fisionomia daquele direito¹⁴⁹, nenhum sócio poderá ser remunerado

¹⁴⁵ Vide o ponto 2.2.2(ii) *supra*.

¹⁴⁶ Cf. PUPO CORREIA, *Direito Comercial – Direito da Empresa*, 11.ª ed., Ediforum, 2009, p. 221.

¹⁴⁷ Que, à semelhança do que sucede com a obrigação de quinhoar nas perdas da sociedade, salvo convenção em contrário será proporcional ao capital detido pelo sócio (artigo 22.º, n.º 1).

¹⁴⁸ Como veremos em momento oportuno, deve distinguir-se entre um direito abstrato ao lucro e um direito concreto ao lucro (cf. ponto 2.2.3(ii) *infra*).

¹⁴⁹ Nas palavras de FÁTIMA GOMES (cf. *O Direito aos Lucros* cit., p. 137), a proibição prevista no artigo 21.º, n.º 2, representa uma “situação para a qual [a lei] não abre exceções”.

pela sua aportação capitalística (ou de indústria, no caso das sociedades de pessoas) através de retribuição que não derive ou siga a própria incerteza que inere à formação dos lucros na esfera jurídica da sociedade. O mesmo é dizer que o acionista não tem um direito imediato ao lucro (que é, por definição, incerto) mas antes, e conforme resulta da lei, um direito a participar na distribuição entre os acionistas dos lucros obtidos durante a vida da sociedade ou por liquidação da mesma, como veremos posteriormente¹⁵⁰. Considerando o que já dissemos a propósito da vocação lucrativa da sociedade comercial e do *animus lucrandi* que impele os acionistas¹⁵¹ este é, na nossa opinião, o primeiro e o mais importante direito que assiste aos acionistas em função do *status socii* que decorre da titularidade da participação social¹⁵².

Este entendimento, claro, está radicado numa conceção capitalística da sociedade anónima, veículo jurídico proveniente do génio humano e com o qual se logra compatibilizar a recolha junto dos investidores de capitais avulsos com vista à sua multiplicação, sejam estes acionistas atomísticos ou acionistas empresários, e, simultaneamente, o compromisso tendencialmente duradouro que sobressai do investimento no negócio prosseguido pela sociedade e através do qual se persegue a referida multiplicação dos capitais dedicados ao desenvolvimento do projeto social.

Com efeito, enquanto corresponsável pela formação do capital da sociedade – cuja aplicação no negócio comercial se espera que gere lucros – o acionista é o natural titular dos proveitos que possam advir da aplicação daquele capital (tal como será o responsável pelas perdas sofridas pela sociedade, no caso contrário). Todavia, este entendimento não deve ser lido de modo desrazoável ou excessivamente amplo, visto que ao defendermos o carácter fundamental deste direito para a posição jurídica do acionista não queremos com isso afirmar em absoluto a sua suprema relevância face aos demais direitos que inerem à qualidade de sócio. Esta premissa deve ser vista no contexto em que se insere, ou seja, no plano das sociedades anónimas onde, como já dissemos, o capital é rei e é por demais evidente a supremacia do *intuitus pecuniae* face ao *intuitus personae*, caraterístico nas sociedades de

¹⁵⁰ Vide os pontos 2.2.3(ii) e 2.2.3(iii) *infra*.

¹⁵¹ Vide o ponto 2.2.1(i) *supra*.

¹⁵² Imagem que parece ser corroborada, de certo modo, pelo lugar cimeiro que este direito ocupa no elenco legal contido no artigo 21.º – o que não significa, porém, que vejamos neste elenco uma ordenação hierárquica dos direitos dos sócios.

peçoas, sem prejuízo do espaço que se reconhece quanto às sociedades anónimas de cariz mais pessoalista que também existem na nossa ordem jurídica.

Depois de uma aproximação preliminar ao direito dos sócios a quinharem nos lucros da sociedade, cumpre agora tecer breves considerações sobre a noção de lucro, conceito que também deve ser analisado não descurando a sua evidente polissemia. Com efeito, o conceito de lucro poderá ser entendido através de uma miríade de pontos de vista, sendo frequente que a noção de lucro se desdobre em múltiplos significados de acordo com o prisma sob o qual o mesmo é visto. Desde logo, distingue-se na doutrina nacional entre lucro em sentido amplo e lucro em sentido restrito¹⁵³, ou, de acordo com uma perspetiva distinta, entre lucro direto e lucro indireto¹⁵⁴, havendo ainda quem distinga entre lucro em sentido objetivo e lucro em sentido subjetivo¹⁵⁵. Mas o conceito de lucro não se basta com as dicotomias apresentadas, espraçando-se o seu estudo de acordo com múltiplas denominações, umas mais técnicas que outras e com diferentes valores no plano jurídico, entre as quais elegemos como mais relevantes para a nossa causa as de lucro do exercício, lucro contabilístico, lucro distribuível e lucro final. Sem que nos caiba explicar detalhadamente cada um dos conceitos elencados, cumpre enunciar sumariamente a nossa visão sobre o significado de cada um destes conceitos. Uma vez que o CSC não contém uma definição legal de lucro social, nem tão-pouco o inclui nos elementos do contrato de sociedade previstos no artigo 9.º, a apreensão do significado de cada um dos tipos de lucro referidos *supra* deverá ser

¹⁵³ Quanto a esta dicotomia, e procurando fazer a sùmula das várias definições propostas pela doutrina nacional, FÁTIMA GOMES (cf. *O Direito aos Lucros* cit., pp. 33-34) resume a diferença entre ambos os conceitos através da noção de lucro em sentido restrito, que corresponderá à “*verba positiva resultante da diferença entre os proveitos ou receitas e as despesas ou custos suportados por uma sociedade, apurados no final de um exercício social, implicando um acréscimo de recursos financeiros*”, e que se afasta da noção de lucro em sentido amplo, “*na medida em que, nesta acepção, as poupanças ou economias também são reputadas como lucro, embora não representem uma diminuição de recursos financeiros*”.

¹⁵⁴ Neste particular, PAIS DE VASCONCELOS (cf. *A Participação Social* cit., pp. 80-82), reconhecendo também uma aceção ampla e outra restrita, prefere, no entanto, falar em lucro direto e lucro indireto, focando-se no modo como a vantagem inerente ao lucro é auferida pelos sócios, explicando que há um lucro “*formado na sociedade e depois distribuído pelos sócios*” (i.e. lucro direto), e, por outro lado, “*uma vantagem económica que se repercute directamente na esfera jurídica patrimonial dos sócios sem se ter beneficiado primeiro a sociedade*” (i.e. lucro indireto).

¹⁵⁵ Neste sentido, FÁTIMA GOMES (cf. *O Direito aos Lucros* cit., p. 37), identifica como lucro em sentido objetivo o escopo lucrativo (*scopo di lucro*) que preside a uma entidade que se proponha a exercer determinada atividade com vista a gerar lucros, e, por sua vez, sinaliza como lucro em sentido subjetivo a repartição daqueles lucros, ou seja, será lucro em sentido subjetivo aquele que se manifeste na esfera pessoal dos participantes (por efeito da dita distribuição).

efetuada com amparo às normas do CSC que fornecem os contornos de cada uma destas noções de lucro.

Assim, o lucro do exercício representa o aumento líquido¹⁵⁶ que se verifica no património da sociedade no período de referência (*i.e.* o exercício social)¹⁵⁷ em consequência do desenvolvimento da atividade (ou atividades) para a qual a mesma é constituída, gerado através de toda e qualquer espécie de ato ou operação, quer sejam ou não permitidas pelo respetivo objeto social¹⁵⁸, e uma vez cumprida a obrigação de formação ou reconstituição da reserva legal nos termos da lei (artigo 295.º)¹⁵⁹⁻¹⁶⁰, bem como de outras reservas estatutárias que eventualmente existam. Esta é, aliás, uma das duas finalidades obrigatórias a dar ao lucro do exercício que, por força do disposto no artigo 33.º, n.º 1, deve ser igualmente destinado (antes de sequer se perspetivar qualquer distribuição aos sócios) à cobertura dos prejuízos transitados¹⁶¹. Desta forma, a verificação do lucro de exercício só é possível, como logicamente se compreende, através das demonstrações financeiras da sociedade, pelo que este lucro revelar-se-á, naturalmente, com a apresentação das contas anuais da sociedade (artigos 65.º e ss.). Diga-se também, de passagem, que o conceito de lucro do exercício é

¹⁵⁶ Nas palavras de FERRER CORREIA (cf. *Lições de Direito Comercial* cit., p. 238): “corresponde ao excedente do activo líquido (isto é, do valor do activo da sociedade previamente abatido do valor do seu passivo) sobre o capital e as reservas”.

¹⁵⁷ Segundo CASSIANO DOS SANTOS, *A posição do accionista face aos lucros de balanço*, *Studia Iuridica* 16, 1996, p. 33: “é o lucro apurado no exercício, resultante do incremento patrimonial havido num exercício por comparação com o anterior”.

¹⁵⁸ Este segmento da capacidade das sociedades comerciais é, na nossa opinião, uma das mais importantes coordenadas legais no sentido da vocação lucrativa destas entidades. Com efeito, o artigo 6.º, n.º 1, dispõe de forma bastante explícita que “[a] capacidade da sociedade compreende os direitos e as obrigações necessários ou convenientes à prossecução do seu fim”, seguindo o n.º 4 do mesmo artigo, especificamente sobre o objeto social, com a previsão de que “[a]s cláusulas contratuais e as deliberações sociais que fixem à sociedade determinado objecto ou proíbam a prática de certos actos não limitam a capacidade da sociedade”. Face à redação das normas citadas parece-nos claro que, não obstante poder haver lugar à responsabilização dos órgãos sociais por atos que extravasem o objeto da sociedade, é notória a abertura da medida da capacidade da sociedade à prossecução do lucro. Neste sentido, ANTÓNIO PITA, *Direito aos Lucros*, Almedina, 1989, pp. 46-47.

¹⁵⁹ Conforme nota, por exemplo, ANTÓNIO PITA, *Direito aos Lucros* cit., p. 34, a propósito do conceito de lucro de exercício (extraíndo dos artigos 11.º e 295.º os elementos necessários à respetiva concetualização).

¹⁶⁰ E, no caso das sociedades por quotas, nos termos do artigo 218.º.

¹⁶¹ O nosso CSC institui, como se vê, um “regime inderrogável de cobertura dos prejuízos da sociedade”, conforme disso dá nota TARSO DOMINGUES, anotação ao artigo 33.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. I, IDET, Almedina, 2013, p. 505.

utilizado pelo legislador como ponto de partida para o direito dos acionistas ao dividendo, nos termos do artigo 294.º, n.º 1¹⁶².

Este último aspeto releva de modo decisivo para a aferição do conceito de lucro contabilístico que é, de todos os conceitos aqui tratados, o que se pode considerar imbuído de menor conotação jurídico-legal. De facto, ao passo que o lucro do exercício encontra a sua razão de ser no lapso temporal determinado pelo exercício social (que pode ou não coincidir com o ano civil)¹⁶³ e obedece a normas próprias, apurando-se por altura do “fecho das contas” de cada exercício, o lucro contabilístico, em termos amplos, pode ser apurado em qualquer momento na medida em que é, literalmente, o lucro que consta na contabilidade da sociedade (seja quais forem os documentos contabilísticos que o revelem)¹⁶⁴. Comprova-se a referida agilidade deste conceito com os pontos no referencial normativo das sociedades se exigem obrigações de prestação de contas através da elaboração do balanço da sociedade, sem que estejamos necessariamente perante situações de distribuição de lucros¹⁶⁵, onde, invariavelmente, se poderá aferir o lucro da sociedade ali descrito¹⁶⁶. Apesar de ser normalmente identificável no balanço da sociedade, o significado deste conceito de lucro não se refere ao que a doutrina nacional costuma batizar como lucro de balanço, este deveras mais complexo.

O conceito de lucro distribuível, por sua vez, resulta das normas do CSC que o preveem, não sendo porém consensual a sua denominação na doutrina nacional¹⁶⁷, uma vez

¹⁶² Falando-se assim num “*relevo normativo directo*” para estes efeitos, cf. CASSIANO DOS SANTOS, *A posição do accionista* cit., p. 33.

¹⁶³ Cf. artigo 9.º, n.º 1, alínea *i*), sem prejuízo da ressalva prevista no artigo 65.º-A.

¹⁶⁴ Assim, por exemplo, FÁTIMA GOMES (cf. *O Direito aos Lucros* cit., p. 40) diz-nos que este conceito de lucro, “*numa acepção ampla, é o lucro apurado no processo de prestação de contas aos sócios e evidenciado nos documentos que o integram*”.

¹⁶⁵ Como sucede, por exemplo, nas situações de adiantamentos sobre lucros aos acionistas permitidas ao abrigo do artigo 297.º.

¹⁶⁶ Tal sucede, nomeadamente, quanto ao balanço que deve fazer parte do projeto de fusão, de acordo com o artigo 98.º, n.º 1, alínea *d*) e n.º 2), e ainda, no seio das obrigações de divulgação de certas sociedades emitentes, nos termos do artigo 246.º, do CVM.

¹⁶⁷ Assim, CASSIANO DOS SANTOS (cf. *A posição do accionista* cit., pp. 33 e ss.), que distingue entre lucro do exercício e lucro de exercício (ou lucro periódico), defende que este último se trata do “*incremento que o património da sociedade conheceu desde o início até um dado momento, determinando-se pela comparação entre o capital social e as reservas não distribuíveis, por um lado, e o activo líquido, por outro*”, coincidindo, por isso, com o lucro de balanço configurado pelo Autor, que, uma vez apurado, determina aquele que é o “*lucro distribuível*” aos sócios. No mesmo sentido, por exemplo, vide TARSO DOMINGUES, *Do Capital Social* cit., pp. 250-251, FÁTIMA GOMES, *O Direito aos Lucros* cit., pp. 33-34.

que, a despeito de ser uma noção comprovadamente acolhida pelo legislador¹⁶⁸, não se trata de conceito que goze de definição legal. Quando falamos de lucro distribuível referimo-nos, como tautologicamente se depreende, ao valor da riqueza da sociedade que pode ser distribuída aos seus titulares, cujo respetivo regime, inspirado no disposto nos artigos 15.º a 17.º da Segunda Diretiva das Sociedades¹⁶⁹, encontramos, no essencial, vertido nos artigos 32.º e 33.º, que deverão ser também complementados pelo disposto nos artigos 295.º e 296.º (no caso das sociedades anónimas).

Face ao conteúdo normativo das disposições legais em apreço, com particular relevo para o artigo 32.º, n.º 1¹⁷⁰, a distribuição de bens aos sócios (designadamente, através da distribuição de lucros) não pode fazer perigar a função de garantia do capital social (com o “suplemento” de garantia fornecido pelas reservas), razão pela qual nenhuma distribuição de bens aos sócios pode ser efetuada *“quando o capital próprio desta, incluindo o resultado líquido do exercício (...) seja inferior à soma do capital social e das reservas que a lei ou o contrato não permitem distribuir aos sócios ou se tornasse inferior a esta soma em consequência da distribuição”*. O lucro distribuível, portanto, pode coincidir com o lucro do exercício ou ser superior a este valor, quando haja sido armazenada na sociedade riqueza não distribuída aos sócios em exercícios anteriores e que ultrapasse o valor da soma do capital social e das reservas não distribuíveis (e outros valores sujeitos ao mesmo regime por força do disposto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 295.º).

Por último, o lucro final é o lucro que se determina no fim da vida da sociedade, ou seja, o lucro que é determinado no momento em que a sociedade entra em liquidação¹⁷¹, razão pela qual é também conhecido como lucro de liquidação¹⁷². O lucro final calcular-se-á, por conseguinte, pela subtração da cifra do capital social nominal ao património líquido

¹⁶⁸ Com particular acuidade nos casos dos artigos 33.º, n.º 1 (aqui por contraste, uma vez que se refere aos lucros não distribuíveis), 294.º, n.º 1 (e 217.º, n.º 1, para as sociedades por quotas) e 342.º, n.ºs 1, 2, 4 e 5 (sobre que falaremos adiante).

¹⁶⁹ Cf. RAÚL VENTURA, *Adaptação do direito português* cit., pp. 37-64, e ainda BRITO CORREIA, *Direito Comercial* cit., p. 338.

¹⁷⁰ Que, conforme nota TARSO DOMINGUES, anotação ao artigo 32.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. I, pp. 489 e ss., consagra o princípio da intangibilidade do capital social.

¹⁷¹ De acordo com o disposto no artigo 146.º, n.º 1, e salvo disposição em contrário, a liquidação terá lugar após a dissolução da sociedade nos termos dos artigos 141.º a 145.º.

¹⁷² Vide o ponto 2.2.3(iii) *infra*.

excedentário, uma vez que aquele reflete o valor do investimento dos sócios na sociedade (ainda que possa ter sofrido alterações durante a vida da sociedade)¹⁷³ e este último o valor que cabe ao sócios repartir entre si uma vez cabalmente satisfeitas as dívidas sociais¹⁷⁴.

(ii) *Idem: o dividendo*

Uma vez aqui chegados, e sem prejuízo da densificação desta figura que aproveitaremos para efetuar também em momento posterior a propósito do dividendo prioritário¹⁷⁵, importa abordarmos aquela que é uma das principais questões que se colocam em torno do direito ao dividendo e que se refere ao momento em que o mesmo surge.

Como vimos, o direito dos sócios a quinharem nos lucros da sociedade não é um direito concreto, não só porque este pode nem vir a ser gerado mas também porque, mesmo quando este efetivamente exista, desta existência não resulta direta e automaticamente um direito ao dividendo. De facto, mesmo perante o apuramento de lucros distribuíveis pela aprovação das contas, não se pode dizer que se constitua na esfera jurídica do sócio um efetivo direito a uma quantia exata, pelo que este não a poderá exigir diretamente à sociedade naquele momento. Conforme nota COUTINHO DE ABREU, o sócio poderá exigir o seu quinhão nos lucros da sociedade “*se e quando os lucros forem (ou devam ser) distribuídos (normalmente por força de deliberação dos sócios), e tendo em conta a medida da distribuição*”¹⁷⁶. É, pois, nestes termos, que se distingue comumente na doutrina entre um direito abstrato ao lucro (que se identifica com aquele que vimos anteriormente, *i.e.* um direito a quinharem nos lucros) e um direito concreto ao lucro, este último já sob a forma de um direito de crédito sobre uma determinada quantia dos lucros da sociedade¹⁷⁷. Ora, este direito

¹⁷³ O que leva a que se possam encontrar diferentes medidas do lucro final, consoante a equação enunciada tome por objeto o capital social aquando da constituição da sociedade ou por altura da sua liquidação (que poderá não coincidir com aquele).

¹⁷⁴ Em face desta realidade, ANTÓNIO PITA (cf. *Direito aos Lucros* cit., p. 66) considera que neste caso não estamos perante um verdadeiro lucro, considerando que se trata apenas de “*um excedente do activo sobre o passivo do património em liquidação*”. No mesmo sentido, FERRER CORREIA, *Lições de Direito Comercial* cit., p. 236. Não obstante a legitimidade desta constatação, parece-nos que não há ganho em distinguir aqui um não-lucro, pelo que continuaremos a referir a existência de um lucro de liquidação.

¹⁷⁵ Vide o ponto 4.3.3(i) *infra*.

¹⁷⁶ Cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial* cit., p. 414.

¹⁷⁷ Neste sentido, por exemplo, COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial* cit., pp. 414-415.

concreto ao lucro, por sua vez, surge apenas em função da deliberação dos sócios em assembleia geral que delibere a respetiva distribuição de lucros¹⁷⁸.

Tal como explica TARSO DOMINGUES, “foi, nesta matéria, consagrado um princípio da anualidade dos lucros, ou mais rigorosamente, da prestação anual de contas e da aplicação dos resultados obtidos pela sociedade”¹⁷⁹. É, de facto, o que decorre da interpretação conjunta do disposto nos artigos 65.º e 376.º. Com efeito, por força do disposto no artigo 376.º, n.º 1, alínea b), os acionistas, reunidos em assembleia geral anual, estão obrigados a deliberar a proposta de aplicação de resultados que tiver sido apresentada pelo conselho de administração, que, por força do artigo 65.º, n.º 1, deve “*elaborar e submeter*” à assembleia geral de sócios “*o relatório de gestão, as contas do exercício, e demais documentos de prestação de contas previstos na lei, relativos a cada exercício anual*”. Por sua vez, impõe o disposto artigo 66.º, n.º 5, alínea f), que o relatório de gestão inclua uma “*proposta de aplicação de resultados devidamente fundamentada*”.

Por aqui percebe-se qual o procedimento que a lei quis impor para acautelar que, pelo menos anualmente, os acionistas são chamados a deliberar sobre o destino a dar ao excedente que possa ter sido gerado no património da sociedade e que eventualmente venha a ser apurado como lucro distribuível. O mesmo é dizer que, não obstante o direito concreto ao lucro que é reconhecido individualmente aos acionistas estar dependente de deliberação da assembleia geral, nem por isso aqueles ficam desprotegidos quanto à possibilidade de acionistas maioritários pretenderem reter os lucros gerados. Assim, num primeiro nível de proteção é estabelecido, como se viu, um procedimento tendencialmente dirigido à aprovação de deliberação sobre a aplicação de resultados e, com isso, a potencial distribuição de lucros aos acionistas.

Num segundo plano, podemos também encontrar a proteção conferida pelo que resulta da previsão do artigo 294.º, n.º 1., que, conforme o indica a respetiva epígrafe legal,

¹⁷⁸ Nas palavras de BRITO CORREIA (cf. *Direito Comercial* cit., p. 313): “Uma vez aprovadas as contas (e consequentemente apurado o quantitativo dos lucros) e deliberada a distribuição de certa parte (ou da totalidade) dos lucros apurados, o sócio tem um direito subjectivo à quota parte que lhe couber nesses lucros”. Quanto à força jurídica deste direito, segue o seu raciocínio o ilustre Professor afirmando que se trata “de um direito extra-social ou, melhor, de um direito social adquirido, inderrogável por nova deliberação dos sócios”. Esta ultima parte, como se percebe, reveste-se de capital importância para o acionista.

¹⁷⁹ Cf. TARSO DOMINGUES, *A distribuição de dividendos*, II Congresso DSR, Almedina, 2012, p. 433.

regula o direito dos acionistas aos lucros do exercício. Assim, de acordo com aquela norma, exceto se o contrário resultar de “*cláusula contratual ou deliberação tomada por maioria de três quartos dos votos correspondentes ao capital social em assembleia geral para o efeito convocada não pode deixar de ser distribuída aos accionistas metade do lucro do exercício que, nos termos desta lei, seja distribuível*”. Por conseguinte, para além do legislador ter previsto um procedimento anual obrigatório que permita levar à assembleia geral as contas da sociedade (onde eventualmente seja revelada a existência de lucros distribuíveis), consagrou também uma regra supletiva no sentido de ser destinada à distribuição aos acionistas o equivalente a metade dos lucros do exercício que sejam distribuíveis¹⁸⁰⁻¹⁸¹.

À luz desta norma conclui que esta distribuição “*opera sem necessidade de qualquer deliberação, seja constitutiva, seja declarativa*”. No seguimento desta ilação acrescenta ainda que “*estamos perante as duas notas (...) características do direito ao dividendo: a distribuição está totalmente determinada (pela lei, no nosso caso) e não depende de qualquer deliberação constitutiva, concretizadora ou sequer declarativa*”, culminando com a afirmação de que “*o direito português actual confere ao accionista um verdadeiro direito ao dividendo*”. Não obstante os argumentos aduzidos, não nos parece que se possa afirmar, sem mais, que o direito ao dividendo neste caso é independente da deliberação da assembleia geral, visto que isso contraria o regime legal em vigor, que, como temos vindo a demonstrar, faz repousar na assembleia geral o ato volitivo último pelo qual é determinada a distribuição de dividendos. Aliás, vai até neste sentido o n.º 2, desta disposição legal, ao referir que o prazo de vencimento do “*crédito do acionista à sua parte nos lucros*” se conta sobre “*a deliberação de atribuição de lucros*”. Assim, julgamos que o direito que aqui se reconhece ao acionista é um direito a exigir a aprovação da deliberação de distribuição de dividendos quando, havendo lucros distribuíveis, esta não tenha sido efetuada¹⁸². Todavia, reitere-se, esta é uma norma de natureza supletiva.

¹⁸⁰ Deve ser tomado em atenção quanto ao significado desta fórmula o que anteriormente foi afirmado a respeito das várias noções de lucro, em especial, o conceito de lucros distribuíveis (visto que pode suceder que do lucro do exercício não reste qualquer quantia que possa ser qualificada como lucro distribuível).

¹⁸¹ Cf. CASSIANO DOS SANTOS, *A posição do accionista* cit., p. 104.

¹⁸² À semelhança do que sucede em matéria de pagamento do dividendo prioritário ao abrigo do novo artigo 342.º, n.º 5 (cf. ponto 4.3.3(i) *infra*).

Finalmente, note-se que assiste também a qualquer acionista, em relação ao seu direito ao dividendo, um nível de proteção que se situa no plano do direito de impugnação de deliberações abusivas, nos termos do artigo 58.º, n.º 1, alínea *b*), pelo que poder-se-á dele fazer uso para combater, por exemplo, uma deliberação da assembleia geral que de modo abusivo tenha deliberado a retenção de lucros distribuíveis.

(iii) *Idem: o lucro de liquidação*

Considerando o que se disse sobre o direito a quinhoeiro nos lucros em geral e sobre o significado do lucro de liquidação, e tendo em conta que, conforme afluímos a propósito da obrigação de quinhoeiro nas perdas da sociedade¹⁸³, a ocasião para a partilha do lucro de liquidação será de verificação pouco frequente (senão mesmo rara), neste momento cumpre apenas introduzir esta temática para posterior análise aquando do estudo do reembolso prioritário das ações preferenciais sem direito de voto¹⁸⁴. Com efeito, é líquido que o direito a quinhoeiro nos lucros da sociedade não existe apenas durante a vida desta, sob a forma de distribuição de dividendos, valendo também por efeito da sua dissolução¹⁸⁵. No entanto, como vimos, só se poderá falar em direito ao lucro de liquidação por parte dos sócios se este efetivamente existir à luz do artigo 156.º, n.º 2, que impõe que antes de se considerar a hipótese do “*reembolso do montante das entradas efetivamente realizadas*” sejam pagas “*todas as dívidas da sociedade para as quais seja suficiente o activo social*” (artigo 154.º, n.º 1, *ex vi* artigo 156.º, n.º 1).

Desta forma, dizer que um sócio tem direito ao lucro de liquidação equivale a dizer que o sócio deverá ser chamado a quinhoeiro na partilha do ativo social remanescente que deva ser distribuído entre os sócios nos termos do citado artigo 156.º. Em concreto, e para além do reembolso da “*entrada*” do acionista¹⁸⁶, poderá haver lugar à partilha de um ativo social

¹⁸³ Vide o ponto 2.2.2(ii) *supra*.

¹⁸⁴ Vide o ponto 4.3.3(iii) *infra*.

¹⁸⁵ Nos termos do artigo 146.º, n.º 1, “[s]alvo quando a lei disponha de forma diversa, a sociedade dissolvida entra imediatamente em dissolução”, sendo que a dissolução resultará, para além dos casos previstos no contrato de sociedade, da ocorrência de pelo menos um dos casos previstos no artigo 141.º, n.º 1.

¹⁸⁶ Note-se que aqui o legislador utiliza o termo entrada sem que com isto se possa pensar que se quis restringir a partilha do ativo social remanescente apenas entre os acionistas fundadores. Como não poderia deixar de ser (tendo presente o que se disse sobre a qualidade de acionista), o direito a este reembolso projeta-se na esfera

excedentário caso sejam integralmente satisfeitos aqueles direitos de reembolso, caso em que os acionistas teriam um duplo direito ao lucro de liquidação. Se, contrariamente, o ativo social for insuficiente para o reembolso integral das participações sociais, manda o n.º 3, do artigo 156.º, sem descurar sobre a possibilidade de entradas que não tenham sido integralmente realizadas, que a distribuição do ativo existente seja efetuada “*por forma que a diferença para menos recaia em cada um deles na proporção da parte que lhe competir nas perdas da sociedade*”¹⁸⁷. Do preceituado nesta disposição legal infere-se, pois, que o lucro de liquidação pode, pela perspetiva do sócio, assumir duas formas distintas e que, caso ambas existam, deverão cumular-se entre si, “lucrando” o sócio com o reembolso da sua participação social e com o acréscimo que lhe caiba da partilha do património excedentário.

(iv) *Sobre o pacto leonino*

Chegados a este ponto, e depois de termos analisado a obrigação de entrada dos sócios e o seu papel fundacional na lógica societária, ocupámo-nos do estudo assim da obrigação e do direito dos sócios de quinharem, respetivamente, nas perdas e nos lucros da sociedade. Podemos assim dizer que esta obrigação e este direito, cujas concretas medidas variarão consoante o desempenho comercial da sociedade, fazem parte do núcleo patrimonial da condição de sócio (que vimos estar ligada à titularidade das ações da sociedade). Desta forma, em razão de ter investido o seu capital no projeto social, qualquer sócio deverá lucrar com o seu sucesso tal como deverá ser responsável pelas perdas que daquele resultem. Ora, como veremos, é precisamente na vocação lucrativa das sociedades bem como na lógica exposta anteriormente que assenta a proibição do pacto leonino¹⁸⁸⁻¹⁸⁹, prevista, para as

jurídica de todos os acionistas uma vez que é do reembolso do valor nominal (ou contabilístico no caso de ações sem valor nominal) da participação social que falamos, e não apenas da contribuição inicial para o capital da sociedade.

¹⁸⁷ Temos aqui, uma vez mais, um exemplo da aplicação ao Direito das Sociedades do princípio cristalizado no brocardo *ubi commodum, ibi incommodum* – ainda que não tenha sido adotada a redação mais clara e direta para exigir uma distribuição *pro rata* do ativo social existente em função da participação de cada sócio no capital.

¹⁸⁸ Em matéria de pacto leonino remete-se o estudo mais aprofundado desta matéria para, em especial, FERRER CORREIA, *Pacto leonino: espécies, proibição e seus fundamentos*, in Estudos Vários de Direito, Almedina, 1982, pp. 563-571; FÁTIMA GOMES, *O Direito aos Lucros* cit., pp. 152 e ss. e VASCONCELOS ABREU, *A Sociedade Leonina*, in ROA, ano 56, II, Agosto, 1996, pp. 619-665.

sociedades em geral, no artigo 994.º do CC¹⁹⁰ e, em especial para as sociedades comerciais – mas com uma previsão quase idêntica –, no artigo 22.º, n.º 3¹⁹¹. Note-se que esta dupla previsão legal mostra que a proibição do pacto leonino vale tanto para os tipos de sociedades comerciais previstos no CSC como, de forma abrangente, para qualquer sociedade, o que implica que se deva considerar que esta proibição extravasa a realidade do Direito Comercial, valendo nos mesmos moldes em sede de Direito Civil.

Em concreto, o pacto leonino consiste na convenção pela qual um ou mais sócios são excluídos da comunhão dos lucros gerados pela sociedade ou através da qual aqueles ficam isentos de participarem nas perdas sofridas. À luz do que já foi dito compreende-se que a proibição de pacto leonino decorra razoavelmente do ímpeto organizacional que subjaz à constituição de uma sociedade e à sua vocação lucrativa, pelo menos na vertente que se refere à proibição da exclusão de algum acionista da participação nos lucros da sociedade. No entanto, apesar de parecer igualmente justificada a proibição de pacto leonino no que se refere à comparticipação nas perdas da sociedade, a doutrina tradicionalmente tende a buscar uma justificação distinta para esta segunda vertente, arredando-se do escopo lucrativo da sociedade comercial para fundamentar esta proibição nos desígnios gerais de justiça a que obedecem as relações da vida humana que são tuteladas pelo Direito.

Neste sentido, consideramos que merecem especial enfoque as palavras de FERRER CORREIA, que sobre a proibição ora em análise, ainda que ancorado na interpretação do artigo 994.º do CC, afirma que “[a] nulidade da cláusula que exclui determinado sócio da comunhão nos lucros promana da falta da causa, isto é, da não correspondência da estipulação ao escopo do contrato de sociedade. (...) Mas o mesmo não se pode dizer da (...) hipótese de cláusula isentando um sócio de participar nas perdas. Com efeito, sendo a sociedade constituída para produzir benefícios, que não prejuízos, não pertencendo manifestamente as perdas ao escopo do contrato, a isenção de um sócio de nelas participar

¹⁸⁹ Cujo conceito se crê oriundo de uma fábula antiga inserida no *Digesto*, conforme disso dão nota, a par de outros Autores, FERRER CORREIA, *Pacto leonino* cit., p. 563, e FÁTIMA GOMES, *O Direito aos Lucros* cit., pp. 152-153.

¹⁹⁰ A norma de Direito civil tem a seguinte redação: “É nula a cláusula que exclui um sócio da comunhão nos lucros ou que o isenta de participar nas perdas da sociedade, salvo o disposto no n.º 2 do artigo 992.º”.

¹⁹¹ Em tudo semelhante com a sua homónima é a norma que se encontra vertida no CSC, cuja previsão dispõe da seguinte forma: “É nula a cláusula que exclui um sócio da comunhão nos lucros ou que o isente de participar nas perdas da sociedade, salvo o disposto quanto a sócios de indústria”.

não afectaria a causa do negócio jurídico”, concluindo não obstante pela inadmissibilidade de estipulação de tal cláusula afirmando que a *ratio* da segunda parte deste preceito se radica “*numa ideia de justiça: é justo que, assim como todos os sócios comungam nos lucros esperados, assim todos suportem as perdas que eventualmente se produzam. À comunhão no escopo deve corresponder a comunhão nos riscos da empresa*”¹⁹².

No entanto, e considerando o papel do *animus lucrandi* na construção desta proibição, FERRER CORREIA defende que o alcance desta não deve ser tal que se sobreponha aos casos em que se descobre na própria vontade do sócio a sua exclusão da partilha dos lucros da sociedade. Assim, quando esteja em causa, por exemplo, um sócio cuja aportação capitalística tenha sido motivada por um *animus donandi* ou quando o sócio tenha colocado “*à disposição da empresa aquela quantia para a recuperar quando da dissolução desta (empréstimo)*”, não se deverá considerar nula a convenção leonina que o afaste da partilha dos lucros uma vez que esta pressupõe que aquele tenha agido com *animus coëundae societatis*, ou seja, com vontade “*de nela participar (...) na veste verdadeira e própria de associado*”¹⁹³.

Do que ficou exposto nos últimos parágrafos decorre que, apesar de parecerem duas faces da mesma moeda, de acordo com a doutrina tradicional a proibição de convenções leoninas é fundamentada por duas razões autónomas, ou seja, enquanto no primeiro caso se remete para o escopo lucrativo da sociedade (que, em princípio, será facilmente apreensível e assim tendencialmente objetivo), no caso de convenção sobre a isenção da obrigação de quinhoeiro nas perdas estamos perante uma justificação que, não se podendo dizer ser propriamente volátil, parece-nos que poderá contudo encontrar alguns obstáculos no que respeita a enunciados absolutos, porquanto poder-se-á discutir qual a solução justa em determinado caso concreto. Este duplo fundamento da proibição de pacto leonino leva-nos a indagar sobre se não estaremos, afinal, perante uma dupla proibição de diferentes graus, ou seja, enquanto no primeiro grupo de casos estaríamos perante uma proibição absoluta (ou,

¹⁹² Cf. FERRER CORREIA, *Pacto leonino* cit., pp. 563-564.

¹⁹³ Cf. FERRER CORREIA, *Pacto leonino* cit., p. 564. Afirma o ilustre Professor que nestes casos não estaríamos perante uma situação que ofendesse a proibição do pacto leonino simplesmente porque nestas o sócio não teria querido celebrar com a sociedade um verdadeiro contrato de sociedade, com tudo o que daí resultaria, descobrindo-se na sua conduta, opostamente, a intenção de celebrar com a sociedade o correspondente negócio jurídico (que, nos casos em montra, haveria de ser ou uma doação ou um empréstimo).

pelo menos, quase absoluta porquanto a regra é a sociedade lucrativa), no segundo grupo de casos, ao invés, estamos apenas perante uma proibição relativa, uma vez que é baseada em desígnios de justiça e esta, apesar de cega, deve ser dotada da necessária maleabilidade para garantir que se mantém justa no caso concreto¹⁹⁴. No entanto, *de iure constituto*, o hipotético valor desta indagação esbarra na comum redação das normas em questão que indistintamente cominam a nulidade do pacto leonino em toda a sua dimensão.

Sobre esta proibição é também necessário que se diga que a lei não trata de estabelecer quantitativamente o que se entende por um pacto leonino, seja qual for a sua modalidade. Desta feita, proíbe-se que seja estipulada tal convenção mas, de acordo com a letra da lei, somos forçados a concluir que não estamos perante uma proibição que seja eficaz sobre todo o tipo de convenção que verse sobre a partilha de lucros entre os sócios ou sobre a comparticipação destes na suportação das perdas da sociedade. Mas se se reconhece espaço para a autonomia privada neste campo, não podem também deixar de se fazer sentir com especial acuidade os princípios gerais de Direito (com particular destaque para o princípio da boa fé) e os princípios especiais do Direito das Sociedades. Assim, à primeira vista, estaremos diante de um verdadeiro pacto leonino não apenas quando um sócio é absolutamente excluído da partilha de lucros (ou comparticipação nas perdas sofridas) mas sempre que, por virtude de convenção deste género, um sócio tenha uma participação tal nos lucros (ou perdas) da sociedade que a mesma se revele irrisória face à sua participação no capital daquela sociedade¹⁹⁵.

¹⁹⁴ Parecem apontar neste sentido as palavras de LEITE CAMPOS (cf. *Lições de direito comercial* cit., p. 176) que, justificando a inadmissibilidade de pacto leonino que exclua um ou mais sócios da partilha nos lucros da sociedade na natureza e escopo do contrato de sociedade, afirma, para os demais casos (*i.e.* de convenção sobre perdas) que: “[o] mesmo não se poderá afirmar da cláusula que permita isentar um ou mais sócios das perdas que a empresa venha a sofrer. Aqui a situação é diferente – tratando-se a sociedade comercial de uma entidade jurídica destinada à obtenção de lucros, as perdas não são relevantes para o contrato; assim, essa isenção em nada contraria o escopo do mesmo”. Sem embargo, o Autor acaba por ressaltar que tal cláusula seria “*contrária ao espírito de solidariedade que preside à constituição do contrato de sociedade*”.

¹⁹⁵ Pense-se, por exemplo, que não se afiguraria de todo justa a convenção através da qual um sócio maioritário apenas tivesse direito a quinhão nos lucros da sociedade até um limite de 5% do valor da sua participação (sendo esta hipótese igualmente injusta no caso oposto em que por uma fatia maioritária do capital da sociedade aquele sócio fosse responsável não fosse responsável em mais de 5% da sua participação no capital).

(v) *Direito de participação: em especial, o direito de voto*

Segue-se no catálogo legal de direitos dos sócios presente no artigo 21.º, n.º 1, o denominado direito de participação, previsto na respetiva alínea *b*), segundo o qual todos os sócios têm direito a “*participar nas deliberações de sócios, sem prejuízo das restrições previstas na lei*”. Dois vetores concorrem para a determinação do significado desta disposição legal, uma vez que, conforme o evidencia a redação da norma, estamos perante um direito que se tem por inevitavelmente amplo face à indeterminação do seu conceito e cuja convivência com restrições ao seu conteúdo resulta expressamente ressalvada pela referida norma.

No que respeita ao primeiro vetor, coloca-se a questão de saber o que se deve entender por “participação”, devendo encarar-se o conteúdo desta como o conjunto de direitos que engloba e através dos quais se reconhecem poderes de intervenção dos sócios na formulação da vontade imputável à sociedade. É, por isso mesmo, classificado como um “*direito instrumental*”¹⁹⁶ na medida em que serve de meio para o alcance das finalidades visadas pelos sócios (o que evidentemente não acontecerá se considerarmos sócios cuja participação política na sociedade é desinteressada). Para além disso, ao referir expressamente as “*deliberações de sócios*” a norma define inequivocamente a assembleia geral da sociedade como o campo de aplicação por excelência deste direito¹⁹⁷. Identificando-se tradicionalmente a assembleia geral como o “*órgão supremo*” da sociedade¹⁹⁸, o direito não patrimonial ora em apreço materializa a legitimidade e o poder dos sócios de intervirem e conformarem a vontade da sociedade enquanto pessoa coletiva¹⁹⁹, manifestada através das deliberações tomadas por estes, abrangendo este direito os vários momentos que precedem a criação da vontade da

¹⁹⁶ Cf. BRITO CORREIA, *Direito Comercial* cit., p. 320.

¹⁹⁷ Sem prejuízo das restantes formas admitidas pelo CSC para a formação da vontade social veiculada pelas deliberações dos sócios de acordo com o artigo 53.º, n.º 1.

¹⁹⁸ Expressão de que fazem uso, por exemplo, FERRER CORREIA, *A representação dos menores sujeitos ao pátrio poder na assembleia geral das sociedades comerciais (a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 6 de Janeiro de 1961)*, Coimbra Editora, 1963, p. 165, e BRITO CORREIA (cf. *Direito Comercial* cit., p. 320).

¹⁹⁹ Apesar de dar nota da erosão dos poderes das assembleias gerais nas sociedades anónimas, tipo de sociedade em que os respetivos órgãos de administração reclamam para si o poder deliberativo em várias matérias importantes para os destinos da sociedade (artigos 373.º, n.ºs 1 e 2, e 406.º e 431.º), JOÃO LABAREDA (cf. *Das Acções* cit., p. 160) identifica o direito de participação como sendo “*uma trave mestra no conjunto de faculdades que assistem ao sócio*”. Parece-nos, contudo, que considerando a atual expressão deste direito, bem como a sua não indissociabilidade da qualidade de acionista, não poderemos verdadeiramente ver neste direito um elemento estrutural da vida do acionista (até porque, como veremos, muitos acionistas nem sequer têm um direito de participação individual enquanto outros, apesar de o terem, dele não fazem uso na prática).

sociedade. Em concreto, no que respeita ao direito de participação dos acionistas é bastante útil à sua perceção o disposto no artigo 379.º, em especial no seu n.º 2, que impõe que, mesmo quando se tratem de acionistas sem direito de voto²⁰⁰, estes “*podem assistir às assembleias gerais e participar na discussão dos assuntos indicados na ordem do dia, se o contrato de sociedade não determinar o contrário*”. É, portanto, líquido que, para além do próprio direito de voto (artigo 379.º, n.º 1), o direito de participação envolve também um direito a estar presente nas assembleias gerais bem como um direito a participar na discussão dos assuntos sobre que a assembleia delibere²⁰¹⁻²⁰².

Quanto ao segundo vetor a que se aludiu anteriormente, de modo oposto ao que sucede com a previsão legal das obrigações e dos direitos já analisados *supra*²⁰³, neste caso a lei admite expressamente a possibilidade de restrição deste direito, o que leva a que se distinga entre um “*direito de participação plena*” e um “*direito de participação condicionada*”²⁰⁴. Esta nuance é da maior importância no caso das sociedades anónimas, em que, regra geral, o direito de participação dos acionistas é moldado e limitado de acordo com as circunstâncias de cada sociedade, daqui resultando não raras vezes que, afinal, possam existir acionistas sem um direito de participação individual. Encontramos exemplos legais paradigmáticos deste potencial esvaziamento do direito de participação individual dos acionistas nas normas que mencionámos antes ao exigirem uma participação (individual ou

²⁰⁰ Norma que vale igualmente para os obrigacionistas da sociedade que, não obstante não gozarem de direito de voto nas deliberações de sócios, têm no entanto um direito de participação limitado reconhecido pela norma supletiva em questão.

²⁰¹ Considerando a sua natureza instrumental, deve igualmente considerar-se fazer parte do amplo direito de participação dos acionistas nas deliberações o direito de requererem a convocação das assembleias gerais (artigo 375.º, n.º 2) e o direito a proporem a inclusão de assuntos na ordem de trabalhos de assembleias já convocadas ou a convocar (artigo 378.º, n.º 2).

²⁰² Adicionalmente, e conforme decorre dos artigos 57.º e 59.º, “[t]odo o accionista tem o direito inderrogável de impugnar deliberações dos sócios ilegais ou antiestatutárias e de requerer ao tribunal competente a suspensão da execução de tais deliberações” (cf. BRITO CORREIA, *Direito Comercial* cit., p. 327) – segundo o procedimento cautelar especificado de suspensão de deliberações sociais (artigos 380.º e 381.º do Código de Processo Civil). Este direito já não se encontra no círculo interior do direito de participação, mas nem por isso deixa de ser um direito dos acionistas e de com aquele estar relacionado, pelo que se justifica a referência à sua existência neste contexto.

²⁰³ Onde, sem prejuízo dos sócios de indústria e das respetivas entradas nas sociedades de pessoas, estamos perante situações jurídicas (ativas e passivas) fundamentais à qualidade de sócio e que, como vimos, nem podem ser afastadas pelos sócios nem estes podem às mesmas renunciar, o que significa que não há como os sócios se esquivarem das obrigações de entrada ou deixarem de participar nas perdas da sociedade, não lhes sendo igualmente lícito renunciarem (previamente) à respetiva participação nos lucros.

²⁰⁴ Cf. MARGARIDA COSTA ANDRADE, anotação ao artigo 21.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. I, p. 357.

agrupada) de pelo menos 5% no capital social para o exercício das faculdades aí previstas (artigos 375.º, n.º 2, e 378.º, n.º 2). Note-se, contudo, que estas restrições são de natureza legal imperativa, não podendo o contrato de sociedade invadir ou prejudicar este direito de participação “mínimo” tal como assim previsto pelo legislador. Diversamente, o regime legal das sociedades anónimas abre também a porta a restrições ao direito de participação através de normas supletivas (como sucede, por exemplo, com o artigo 379.º, n.º 2), desta forma concedendo às sociedades a faculdade de criação de outras restrições, como é disso exemplo o regime legal em matéria de direito de voto (artigo 384.º).

Atendendo à divisão dos direitos dos sócios entre direitos patrimoniais e políticos²⁰⁵, o direito de voto é sobejamente apontado como o direito político (ou administrativo) de maior valor²⁰⁶. Assim, por exemplo, ensinava FERRER CORREIA que “[o] voto é um daqueles direitos do sócio em que se desdobra o de participar nas assembleias gerais da sociedade. (...) É porém certamente o voto o mais importante de todos esses direitos, a manifestação mais proeminente do direito de intervenção do associado na administração da sociedade, o primeiro entre todos os seus direitos extrapatrimoniais: pois é exercendo o voto que o sócio mais eficazmente concorre para a definição do interesse comum, que ele directamente contribui para a formação da vontade da assembleia, o órgão supremo da corporação”²⁰⁷.

De facto, é através dele que o sócio exprime a sua vontade e com isso contribui para a formação da vontade coletiva ou para a manifestação da sua oposição àquela. Assim, vistas as coisas de um modo pragmático, o direito de voto representa o expoente do exercício da vontade singular do sócio no seio da sociedade. É também devido à especificidade associada à psique que subjaz ao direito de voto que, desde há largos anos, esta figura tem sido tema de incontáveis ensaios científicos que se dedicaram ao seu estudo e à dissecação do seu

²⁰⁵ Vide o ponto 2.2.1(ii) *supra*.

²⁰⁶ Neste sentido, por exemplo, BRITO CORREIA, *Direito Comercial* cit., p. 322.

²⁰⁷ Cf. FERRER CORREIA, *A representação dos menores sujeitos ao pátrio poder na assembleia geral das sociedades comerciais (a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 6 de Janeiro de 1961)*, Coimbra Editora, 1963, p. 165. Note-se, todavia, que digníssimo Professor escrevia assim em momento prévio à entrada em vigor do CSC e, por isso, como veremos (cf. ponto *infra*), numa época em que não se reconhecia em Portugal a possibilidade de privação do direito de voto (por força do então artigo 185.º, do Código Comercial), designadamente nem existindo a figura das ações preferenciais sem direito de voto.

sentido²⁰⁸, sendo algumas das mais discutidas questões neste campo as que se encarregam de perceber qual a natureza do voto (existindo uma considerável panóplia de doutrinas quanto a este aspeto)²⁰⁹ e se este deve ser visto como um direito subjetivo, um poder funcional, ou até mesmo como um dever jurídico. Não cabendo aqui desenvolvermos aprofundadamente estes e outros problemas relacionados com o direito de voto, norteados pelo sentido da nossa dissertação, analisaremos de seguida o direito de voto nas sociedades anónimas do ponto de vista do seu critério de atribuição e das suas restrições de acordo com a lei.

Quanto ao critério legal de atribuição do direito de voto aos acionistas, em homenagem à hegemonia capitalística que impera nas sociedades anónimas enquanto tipo perfeito das sociedades de capitais²¹⁰, a lei faz depender diretamente da participação no capital social a concreta medida dos direitos de voto, desta forma repousando o controlo da sociedade por intermédio dos direitos de voto naqueles acionistas que, em princípio, suportam a maior parte do risco empresarial. Manifesta-se desta forma a relação direta entre o capital detido e o poder político do acionista na consagração do princípio basilar ínsito no regime legal das sociedades anónimas segundo o qual a cada ação corresponderá, em regra, um voto, *i.e.* o denominado princípio *one share one vote* (artigo 384.º, n.º 1). Este parâmetro reveste-se da maior importância na compreensão das dinâmicas que dentro de uma sociedade anónima convergem para a formação de uma vontade que lhe seja imputável. Com efeito, ao eleger-se como diapasão da atribuição do poder político aos acionistas a sua participação no capital social temos que, inevitavelmente, o controlo político da sociedade acompanhará o controlo capitalístico (ou económico) da mesma²¹¹. Quer isto dizer que, por não se contarem os “votos

²⁰⁸ Sobre o direito de voto e, em particular, sobre este direito nas assembleias gerais das sociedades anónimas, remetemos ulterior desenvolvimento para, entre outros, EDUARDO LUCAS COELHO, *Direito de Voto dos Accionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Rei dos Livros, 1987, e *A Formação das Deliberações Sociais: Assembleia Geral das Sociedades Anónimas*, Coimbra Editora, 1994; GIUSEPPE SENA, *Il Voto nella Assemblea della Società per Azioni*, Giuffrè, Milano, 1961.

²⁰⁹ Com efeito, concorrem diversas teses para a explicação da natureza jurídica do voto, havendo quem o veja por exemplo como uma declaração de vontade, uma declaração negocial, ou simplesmente como um ato jurídico em sentido estrito. Não nos alongaremos nesta sede com o desenvolvimento desta problemática, pelo que remetemos melhor estudo para, nomeadamente, EDUARDO LUCAS COELHO, *A Formação das Deliberações Sociais, Assembleia Geral das Sociedades Anónimas*, Coimbra Editora, 1994.

²¹⁰ Vide o ponto 2.1.1(i) *supra*.

²¹¹ Noção a que corresponde a figura do “*capitale azionario*” apresentada por ERNESTO SIMONETTO (cf. *Responsabilità e Garanzia* cit., pp. 242-243) a propósito do que identifica ser um modo de entender o capital social no momento da formação da vontade da sociedade.

por cabeça”²¹², mas antes os votos por ação, o princípio maioritário que está na base do funcionamento das assembleias gerais das sociedades de capitais²¹³ é, afinal, e tal como aponta FRANCESCO GALGANO, um princípio plutocrático²¹⁴.

Cabe ainda destacar que o princípio *one share one vote* não é exclusivo do regime legal português, sendo possível identificar alguns casos de afinidade noutros ordenamentos jurídicos, estando consagrado um princípio de vestes semelhantes na Alemanha, no § 12 (1), da AktG, e em Itália, no artigo 2351, n.º 1, do CCit²¹⁵. De modo distinto, porém, em Espanha não existe disposição legal verdadeiramente homóloga vinculada na LSC. De facto, neste caso são várias as normas que reiteram a ligação direta entre a participação no capital social e os direitos de voto (por exemplo, os artigos 49, n.º 1, 179, n.º 2, e 188, n.º 2, da LSC), no entanto, não há uma norma de natureza supletiva que determine com a clareza da norma portuguesa a vigência deste princípio. Em rigor, é até mais clara neste sentido a norma nacional que a norma germânica ou que a norma italiana, que se limitam a prever que a cada ação são conferidos direitos de voto (e já não que a cada ação corresponde um voto).

Todavia, por ser um critério legal supletivo, o princípio *one share one vote* é muitas vezes preterido em detrimento de outros na atribuição do direito de voto aos acionistas, sendo frequentemente derogado por cláusulas estatutárias que acolhem os critérios alternativos que se encontram previstos no artigo 384.º, n.º 2, alíneas *a*) e *b*) (ao contrário do que acontece nas sociedades por quotas, onde são proibidas limitações ao direito de voto). O primeiro tipo de limitação mencionado obedece, no essencial, ao objetivo primordial de viabilizar o exercício do direito de voto em sociedades anónimas de grande dispersão acionista (de que são exemplo paradigmático às sociedades anónimas abertas), que naturalmente não podem conviver com o princípio *one share one vote*. Por sua vez, o segundo tipo de limitação cumpre uma missão distinta, orientando-se à limitação do poder de acionistas que sejam titulares de um grande número de ações (ressalvadas igualmente as situações de exercício do direito de voto em

²¹² Regra que vigora, também enquanto critério supletivo, nas sociedades em nome coletivo (artigo 190.º, n.º 1).

²¹³ Conforme resulta do artigo 250.º, n.º 3, para as sociedades por quotas, e do artigo 386.º, n.º 1, para as sociedades anónimas.

²¹⁴ Conferindo ao acionista, ou acionistas, que maior participação tiverem no capital social o governo da sociedade, o que, nas palavras de FRANCESCO GALGANO (cf. *La Società* cit., p. 27), corresponde à regra segundo a qual “*il potere economico, ossia il controllo della ricchezza, dipende dalla proprietà della ricchezza*”.

²¹⁵ Sobre a proibição do voto plural no ordenamento jurídico italiano vide, entre outros, GASPARE SPATAZZA, *Le Società Per Azioni* cit., pp. 171 e ss.

representação de outros acionistas) em defesa de pequenos acionistas, através da consagração dos famosos *voting caps*.

Importa também salientar que a lei proíbe expressamente o “*voto plural*” nas sociedades anónimas (artigo 384.º, n.º 5)²¹⁶, solução que diverge do regime instituído em sede de sociedades por quotas²¹⁷, onde é permitida a criação de votos duplos nos termos do artigo 250.º, n.º 2. Paralelamente ao que vimos a propósito da vigência do princípio *one share one vote* noutros ordenamentos jurídicos continentais, é igualmente vedada, de modo expresso, a criação de ações de voto plural na Alemanha, por força do § 12 (2) da AktG, e em Itália, por força do disposto no artigo 2351, n.º 4 do CCit. Em Espanha, diversamente, também neste caso não se encontra uma disposição legal que expressamente refira os votos plurais, no entanto, igual proibição resulta do disposto no artigo 188, n.º 2, da LSC (tal como sucedia na vigência da LSA, por força do respetivo artigo 50.º, n.º 2), onde se proíbe que sejam criadas ações que “*de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto*”²¹⁸. Como é amplamente referido pela doutrina, com o voto plural – que consubstancia um direito especial²¹⁹ – não se deve confundir o designado voto divergente, este proibido expressamente pelo artigo 385.º, n.º 1, e

²¹⁶ A proibição do voto plural nas sociedades anónimas não é, contudo, retroativa, ressaltando-se os casos de direitos de voto plural que tenham sido atribuídos aos acionistas antes da entrada em vigor do CSC (artigo 531.º). Exceção que vigora igualmente no ordenamento jurídico alemão e que tem como exemplo prático mais relevante as ações de voto plural no seio da Siemens AG, que permanecem na titularidade da família fundadora da empresa alemã, conforme denota MARGARIDA COSTA ANDRADE, anotação ao artigo 21.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. I, p. 358, de acordo com a obra traduzida de FRIEDRICH KLÜBER sobre o Direito das Sociedades. No mesmo sentido, EDUARDO LUCAS COELHO (cf. *Direito de Voto* cit., pp. 65-70) explica que esta solução advém da “*regra básica de que todos os direitos de voto plural criados antes do início de vigência da lei (I-I-1966) se mantêm*”, o que resulta do § 5(1) da *Einführungsgesetz zum Aktiengesetz*, diploma que introduziu a AktG, e que previa que todos os votos plurais expirassem em 1 de junho de 2003, exceto se “confirmados” por deliberação tomada em assembleia geral com um quórum constitutivo de três quartos do capital social, na qual não poderiam exercer os seus direitos de voto os titulares das ações com votos plurais.

²¹⁷ Note-se que desde a entrada em vigor da Lei n.º 119/2015, de 31 de agosto, que aprovou o novo Código Cooperativo, revogando assim o seu predecessor, aprovado pela Lei n.º 51/96, de 7 de setembro, o voto plural passou a ser expressamente admitido no caso das cooperativas, nos termos do artigo 41.º do novo regime legal.

²¹⁸ Neste sentido *vide*, por exemplo, RODRIGO URÍA, *Derecho Mercantil* cit., pp. 269-270.

²¹⁹ De natureza atípica, na opinião de CRISTIANO DIAS (cf. *Os Direitos Especiais dos Sócios*, Almedina, 2015 pp. 393 e ss.).

que corresponde ao fracionamento do sentido do voto de um acionista por referência à pluralidade de ações que lhe pertençam²²⁰.

Considerando o que ficou exposto acerca do direito de voto resta apenas tecer breves considerações finais acerca das restrições a este direito. Assim, e ainda que qualquer espécie de restrição resulte, em última análise, de legitimidade conferida pela lei para o efeito (que o faz, genericamente, na alínea *b*), do n.º 1 do artigo 21.º), somos da opinião de que se podem configurar dois tipos de restrições: as de natureza estatutária e as de natureza legal²²¹. As primeiras são de ordem convencional porquanto estão na disponibilidade dos acionistas e, como tal, podem ou não existir em cada sociedade em concreto. Entre elas, temos as situações que afluíram anteriormente de derrogações ao princípio *one share one vote* e que, de modo simples, se podem dicotomizar entre *voting floors* e *voting caps*. Adicionalmente, podemos também falar em restrições ao direito de voto no caso particular das ações preferenciais sem direito de voto cujo respetivo estudo, atenta a sua complexidade e o facto de estarem no cerne da presente dissertação, reservamos para o próximo capítulo.

Por outro lado, falamos em restrições legais ao direito de voto naquelas situações em que, estando subtraída à autonomia privada dos acionistas (e da sociedade) a intervenção nesta matéria, é a própria lei que de modo injuntivo prevê a impossibilidade de determinados acionistas exercerem os direitos de voto que lhes assistam, de que é manifestação paradigmática, tal como decorre do artigo 384.º, n.º 6, o elenco de situações de conflito de interesses²²². Do mesmo modo, estamos também perante restrições legais ao direito de voto nos casos em que os direitos de voto que inerem às ações se consideram suspensos (como é disso exemplo a regra para as ações próprias detidas pela sociedade, conforme resulta do disposto no artigo 324.º, n.º 1, alínea *a*)) ou não sejam contabilizados a partir de certo limite (tal como sucede, por exemplo, nos casos contemplados pelo artigo 485.º, n.º 3, ou ainda nas

²²⁰ A ideia do exercício do direito de voto de modo que não seja feito “em bloco” colide frontalmente com a unidade do voto propugnada pela disposição legal citada, pelo que, nestes termos, também o voto divergente não é admitido entre nós. Sobre o tema *vide*, entre outros, PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social* cit., pp. 134-136.

²²¹ Diversamente, por exemplo, JOÃO LABAREDA (cf. *Das Acções* cit., p. 162) identifica “limitações extrínsecas” e “limitações intrínsecas” ao direito de voto.

²²² Que, segundo dispõe o n.º 7 do mesmo preceito, “não pode ser preterido pelo contrato de sociedade”.

situações de inibição legal dos direitos de voto por incumprimento do dever de lançamento de OPA obrigatória, nos termos do artigo 192.º, do CVM).

(vi) *Outros direitos: breve referência*

Para além dos direitos que fomos analisando ao longo das últimas páginas, a lei consagra ainda no núcleo de direitos dos sócios previsto no artigo 21.º, n.º 1, o direito de informação e o direito de participação nos órgãos sociais, alíneas *c)* e *d)* deste preceito legal, respetivamente. Quanto ao primeiro direito, o regime especial das sociedades anónimas dedica-lhe os artigos 288.º a 293.º, com ênfase para os artigos 288.º e 291.º, que preveem os direitos mínimo e coletivo à informação, respetivamente. Aqui, tal como vimos suceder quanto ao direito de participação dos acionistas, a natureza das coisas impõe que sejam permitidas certas restrições ao conteúdo do direito em questão de modo a viabilizar o seu exercício por parte dos respetivos titulares sem que com este exercício se corra o risco de entorpecer a vida da sociedade, obstaculizando o normal desenvolvimento da sua atividade e prejudicando a agilidade que lhe é exigida para um bom funcionamento.

Diga-se, todavia, que apesar dos esforços do legislador neste sentido, nem por isso deixam de se verificar situações em que determinados acionistas minoritários fazem uso destas prerrogativas legais com o exclusivo objetivo de pressionarem a sociedade a ceder às suas pretensões, quase que em jeito de chantagem, escudados na aparente licitude dos seus comportamentos²²³. Nestes casos, em que é outra a motivação dos acionistas que não meramente o acesso à informação da sociedade, devem ser convocados os institutos gerais em defesa da sociedade e dos demais acionistas (com especial acuidade por parte do instituto da proibição de abuso de direito).

Quanto ao direito de participação nos órgãos sociais, atenta a redação da norma, bem como o que vimos anteriormente a respeito do princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas²²⁴, denota-se na consagração deste direito uma ideia de justiça e de igualdade, cominando-se como ilegal a restrição arbitrária deste direito que importe a exclusão de

²²³ Exemplifica habilmente alguns destes comportamentos desleais por parte dos sócios PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social* cit., pp. 358 e ss.

²²⁴ Vide o ponto 2.2.1(iii) *supra*.

determinado acionista da possibilidade de participar nos órgãos da sociedade em condições igualitárias aos demais acionistas²²⁵.

Finalmente, para além daqueles direitos essenciais que resultam do artigo 21.º, são também direitos dos acionistas aqueles que se situam no plano patrimonial da sua participação social e que têm autonomia face ao direito a quinhão nos lucros da sociedade. A doutrina identifica neste campo uma panóplia de direitos, sendo um dos direitos mais importantes nesta matéria o direito de preferência na subscrição de novas ações, regulado pelo artigo 458.º, que adiante abordaremos a propósito da emissão de ações preferenciais sem direito de voto²²⁶.

²²⁵ Razão pela qual explica COUTINHO DE ABREU (cf. *Curso de Direito Comercial* cit., p. 268) que não estamos perante um verdadeiro direito subjetivo reconhecido aos sócios levando a que estes possam exigir a sua designação, implicando para os restantes sócios um dever de eleição, tratando-se de mecanismo consequente da força do princípio da igualdade de tratamento entre estes.

²²⁶ Vide o ponto 4.3.2(ii) *infra*.

3. OS DIREITOS ESPECIAIS NAS SOCIEDADES ANÓNIMAS

3.1 Os direitos especiais

3.1.1 Enquadramento

Antes de passarmos ao próximo capítulo da presente dissertação, e servindo de ponte entre o que fomos afirmando no capítulo anterior e o que se dirá doravante, urge que seja também aflorada a matéria dos direitos especiais nas sociedades anónimas. Desta sorte, devemos precisar que com este capítulo “intermédio” não nos pretendemos espraiair em longos desenvolvimentos sobre esta temática, que *per se* é suscetível de erigir dissertação exclusiva, sendo antes nossa intenção analisar cirurgicamente apenas alguns dos pilares sobre que assenta esta matéria e que nos serão úteis a um tratamento mais robusto das ações preferenciais sem direito de voto.

Contrariamente aos direitos dos sócios²²⁷, que se viu serem determinados na parte geral do CSC através do elenco previsto no artigo 21.º, n.º 1, que tem por pedra angular o facto de abranger “[t]odo o sócio”, sendo vulgarmente entendidos como direitos gerais, os direitos especiais são, de acordo com o artigo 24.º, n.º 1, criados apenas para alguns sócios. Desta forma, são expressamente admitidas pelo CSC as situações de desigualdade entre os sócios de uma sociedade por efeito da criação de direitos especiais que aproveitem apenas a uma parte daqueles através do estabelecimento destes direitos no contrato de sociedade.

3.1.2 Regime comum

O artigo 24.º, n.º 1, é, como se vê, o ponto de partida para a construção do regime dos direitos especiais, sendo possível retirar duas conclusões primárias desta norma a respeito destes direitos. Com efeito, não tendo o legislador consagrado explicitamente uma definição legal de direito especial²²⁸, na verdade, inscreve neste preceito duas características destes

²²⁷ Vide o ponto 2.2.3 *supra*.

²²⁸ Que, conforme comenta CRISTIANO DIAS (cf. *Os Direitos Especiais* cit., p. 82), “é de louvar”, porquanto hipotética definição legal redundaria na limitação da figura “a uma realidade estática, esquecendo-se a própria dinâmica do direito que obriga a que as suas figuras assumam características distintas consoante a realidade jurídica em causa”.

direitos: a sua origem contratual e a (aparente) circunscrição pessoal que lhes é própria. Por outro lado, também o n.º 5 da disposição em apreço contém uma norma de teor geral e que se aplica, consequentemente, a todos os tipos de sociedades. De acordo com esta norma, que prevê igualmente o seu afastamento por disposição legal ou contratual em sentido contrário, a supressão ou coartação destes direitos depende do consentimento do respetivo titular²²⁹. Quer isto dizer que, de um ponto de vista de regime geral, os problemas que se colocam sobre direitos especiais são essencialmente de três ordens: quanto à sua criação, quanto à sua transmissão²³⁰ e ainda quanto à sua supressão ou coartação.

A respeito da criação de direitos especiais aquando da constituição da sociedade, parece-nos que face à letra da lei é relativamente pacífico que estes devem constar do contrato de sociedade²³¹, refletindo com toda a propriedade a expressão de uma vontade unânime dos sócios fundadores em atribuírem determinados benefícios aos respetivos titulares daqueles direitos²³². Questão distinta é a que indaga sobre se é obrigatório que estes direitos sejam conferidos através de cláusula expressa ou se, por outro lado, devem apenas ser apreensíveis através da interpretação do contrato de sociedade. Subscrevendo a posição defendida pela doutrina majoritária²³³, somos da opinião de que não é imprescindível que haja uma previsão expressa dos direitos especiais no contrato de sociedade, bastando que a sua existência e conteúdo sejam passíveis de serem apurados por exercício interpretativo²³⁴. Contudo, uma vez que os direitos especiais devem ter suficiente publicidade de modo a que permitam o seu

²²⁹ Comummente identificado pela doutrina como o princípio da inderrogabilidade dos direitos especiais. Neste sentido, por exemplo, CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais* cit., p. 78.

²³⁰ Uma vez que, conforme prevê o artigo 24.º, n.º 4, para as sociedades anónimas, “os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de ações e transmitem-se com estas”, remetemos o estudo destas questões para secção própria (cf. ponto 3.2 *infra*).

²³¹ Levando a que se fale a este propósito num pressuposto de eficácia dos direitos especiais, cf. CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais* cit., p. 139.

²³² De acordo com a categorização feita por apelo aos exemplos tratados na jurisprudência alemã, os benefícios conferidos através de direitos especiais podem ordenar-se em *direitos de participação*, *direitos de permanência* e *direitos patrimoniais*, cf. KARTSEN SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 4.ª ed., 2002, pp. 558-559 *apud* MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades I* cit., p. 618.

²³³ Cf. RAÚL VENTURA, *Direitos Especiais dos Sócios*, in *O Direito*, I, Ano 121 (1989), p. 218, PAULO OLAVO CUNHA, *Os direitos especiais* cit., p. 181 (nota n.º 1), CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais* cit., p. 142, MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades I* cit., p. 619.

²³⁴ Parece-nos legitimar esta defesa, para além do seu pragmatismo, a sobrelevação da autonomia privada que se exige em sede de Direito Comercial, a clara diferenciação efetuada pela letra da lei (que, por respeito ao disposto no artigo 9.º, n.º 3, do CC, presumimos ter sido deliberada) ao exigir “*estipulação contratual expressa*” para a derrogação da inderrogabilidade dos direitos especiais e apenas “*estipulação no contrato de sociedade*” para efeitos da sua criação.

conhecimento aos terceiros que se relacionem com a sociedade ou que nesta queiram “entrar”, os critérios que devem orientar esta interpretação devem ser “rígidos”, levando a que só se conclua pela existência destes direitos quando “*se demonstre, pelo contrato, ter havido a intenção de criar um direito especial*” e se negue a sua existência em caso de dúvida²³⁵⁻²³⁶. Sem prejuízo do que afirmámos neste parágrafo, que consideramos ser a regra geral para a criação de direitos especiais²³⁷, não podemos deixar de enfatizar que, de acordo com o disposto no artigo 272.º, alínea c), e mais ainda desde a entrada em vigor do DL 26/2015²³⁸, sobressai um regime especial quanto à criação de direitos especiais nas sociedades anónimas, que, no tocante à previsão destes direitos no contrato de sociedade, impõe que estes direitos estejam “*expressamente previstos no contrato de sociedade*” (artigo 344.º-A)²³⁹.

Mais controversa é a criação superveniente de direitos especiais, não quanto à sua admissibilidade, que é aceite em larga medida na doutrina portuguesa, mas no que respeita ao quórum deliberativo exigível nestes casos para a alteração do contrato de sociedade²⁴⁰. Discute-se, pois, se a criação de novos direitos especiais não deverá ser consentida por todos os sócios por daí potencialmente advir uma situação de desvantagem para os que daqueles não vierem a usufruir. Colocam-se assim em confronto duas teses, a de RAÚL VENTURA²⁴¹ e BRITO CORREIA²⁴², que exigem que a deliberação seja aprovada por unanimidade dos

²³⁵ Subscrevemos, por isso, as cautelas de inspiração na doutrina alemã manifestadas por RAÚL VENTURA, *Direitos Especiais dos Sócios* cit., p. 218.

²³⁶ O que leva a que, com vista a evitar situações de incerteza sobre a sua existência, PAULO OLAVO CUNHA, *Os direitos especiais* cit., p. 181 (nota n.º 1) e MENEZES CORDEIRO (cf. *Direito das Sociedades I* cit., p. 619) optem por aconselhar algum zelo na previsão dos direitos especiais no contrato de sociedade (que, em rigor, equivalem à sugestão de previsão expressa – sem cair no exagero de exigir que estes direitos se identifiquem de modo retumbantemente óbvio).

²³⁷ Que, por imperativos de autonomia privada, concedemos que possa ser agravada contratualmente no sentido de ser exigida a previsão expressa no contrato de sociedade (mas já não, claro, derogada por estipulação contratual no sentido de, por exemplo, permitir a criação de direitos especiais através de deliberação social aprovada por maioria simples).

²³⁸ Vide o ponto 4.3.1 *infra*.

²³⁹ Matéria a que a dedicaremos estudo próprio face à sua novidade e à importância que assume na nossa dissertação, e para a qual remetemos ulterior desenvolvimento (cf. ponto 4.4.3 *infra*).

²⁴⁰ Porque é de uma alteração do contrato que se trata visto que, se estes direitos devem figurar no contrato de sociedade, por força do artigo 272.º, alínea c), então, a criação de novos direitos especiais durante a vida da sociedade deve ser levada a cabo através da introdução de nova cláusula nos termos do artigo 85.º e 86.º. Neste sentido, PAULO OLAVO CUNHA, *Os direitos especiais* cit., pp. 182-183 e CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais* cit., p. 143.

²⁴¹ Cf. RAÚL VENTURA, *Direitos Especiais dos Sócios* cit., p. 215.

²⁴² Cf. BRITO CORREIA, *Direito Comercial* cit., p. 330.

votos, contra a posição defendida por PAULO OLAVO CUNHA²⁴³ e, mais recentemente, também por SOVERAL MARTINS e RICARDO COSTA²⁴⁴, que defendem que esta alteração deve ser aprovada pela maioria exigível para a alteração do contrato de sociedade. Convém dar nota que, ao passo que SOVERAL MARTINS e RICARDO COSTA parecem rejeitar (ainda que timidamente) transversalmente a exigência de deliberação unânime, PAULO OLAVO CUNHA, por seu turno, fá-lo ao tratar do tema no contexto das sociedades anónimas.

Apesar de propendermos para a defesa da segunda tese²⁴⁵, parece-nos ser de reconhecer que não deverá ser irrefletidamente desconsiderado o tipo de sociedade em questão (ou seja, deve ser verificada a aplicabilidade do princípio vertido no artigo 86.º, n.º 2)²⁴⁶. Por conseguinte, e uma vez que de seguida analisaremos o regime especial previsto para as sociedades anónimas, retomaremos posteriormente a análise desta problemática.

O mesmo se passa no que respeita à supressão ou coartação dos direitos especiais, onde o regime das sociedades anónimas se pauta por uma lógica diversa daquela que impera no regime comum face às especificidades deste tipo de sociedades, sendo exemplo claro desta disparidade a figura das assembleias especiais de acionistas, através da qual deve ser “*dado*” o consentimento necessário à referida supressão ou coartação (artigo 24.º, n.º 5)²⁴⁷. Logo, e

²⁴³ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Os direitos especiais* cit., pp. 183-185.

²⁴⁴ Cf. SOVERAL MARTINS / RICARDO COSTA, anotação ao artigo 24.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. I, pp. 414-415.

²⁴⁵ Vide o ponto 3.1.3 *infra*.

²⁴⁶ Neste sentido, por exemplo, CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais* cit., p. 145.

²⁴⁷ É da maior importância quanto ao consentimento necessário para a supressão ou coartação dos direitos especiais dos sócios a influência exercida neste campo pelo famoso Assento de 26 de maio de 1961. Sobre esta decisão jurisprudencial remetemos o seu aprofundamento para o comentário oferecido por FERRER CORREIA, *A representação dos menores* cit., pp. 54 e ss., que constituiu um dos marcos históricos no entendimento do regime legal dos direitos especiais como previsto entre nós no CSC. O notável Professor, que com base naquele Assento defendia a inderrogabilidade dos direitos especiais sem o consentimento dos seus titulares, explicando que “[t]ais direitos têm de comum com os versados anteriormente o serem inderrogáveis por deliberação maioritária; mas a regra da inderrogabilidade não procede aqui das mesmas fontes. Efectivamente, há que atender a que os direitos especiais, ao invés daqueles outros, são direitos de sócio, direitos que têm a sua base no próprio estatuto social e que, portanto, se inscrevem na moldura ou esfera corporativa; consequentemente, e como já sublinhámos, não pode deles dizer-se que estão por natureza subtraídos à soberania da sociedade. Contudo, trata-se de direitos de uma feição singular, pois não se encontram ao serviço de valores sociais ou de um interesse comum a todos os sócios, mas de interesses próprios e exclusivos de um ou algum deles. São, por certo, direitos estatutários, mas a sua função é tutelar o interesse do sócio a quem competem já em relação aos outros sócios, já em face do próprio interesse da sociedade; e se bem que derivem a relevância jurídica que lhes é própria do estatuto corporativo, constituem aí como enxertias de contratos de direito comum”, por contraposição aos denominados direitos *extra-corporativos*, i.e. aqueles direitos que os sócios têm perante a

porque não se justifica desenvolvermos este assunto no plano do regime geral, remetemos para o ponto seguinte.

3.1.3 Regimes especiais: as sociedades anónimas

(i) *A criação superveniente*

Tal como indicámos nos parágrafos antecedentes, a criação superveniente de direitos especiais nas sociedades anónimas apresenta propriedades diferentes quando comparada com os restantes tipos de sociedades. De facto, ainda que não exista no artigo 24.º norma simétrica àquela que está vertida no n.º 6, acerca do consentimento necessário para a supressão ou coartação, nem por isso se deve deixar de atender à imparidade capitalística que caracteriza as sociedades anónimas face às demais a propósito da criação superveniente de direitos especiais.

Na realidade, a discussão em torno da necessidade e da forma como se produz o consentimento dos acionistas busca fundamento na ideia de que, pela criação de ações a que inerem direitos especiais, consubstanciando situações de vantagem para os seus titulares face aos demais acionistas, estes últimos verão a sua posição na sociedade ser afetada, ainda que indiretamente. Assim, um acionista ordinário não verá a sua posição modificada de um ponto de vista absoluto, na medida em que a sua condição de acionista individualmente considerada não sofrerá alterações, mas, quando vista a sua posição de um modo relativo, considerando já a posição dos acionistas especiais, poderá daí proceder que aqueles acionistas vejam as suas participações diminuídas em valor, seja de uma perspetiva patrimonial ou política.

À semelhança do que vimos anteriormente, também neste caso se confrontam duas teses: a da unanimidade e a da maioria prevista para a alteração do contrato de sociedade. São partidários da primeira corrente doutrinária RAÚL VENTURA e BRITO CORREIA, nos termos já expostos²⁴⁸, descobrindo-se esta ideia também na posição de GALVÃO TELLES²⁴⁹. Rejeitando que a criação superveniente de ações especiais dependa de

sociedade enquanto terceiros e não por aquela condição de socialidade – cf. FERRER CORREIA, *A representação dos menores* cit., p. 55.

²⁴⁸ Vide o ponto 3.1.2 *supra*.

²⁴⁹ Cf. GALVÃO TELLES, *Acções privilegiadas* cit., p. 302.

deliberação unânime, por exemplo, PAULO OLAVO CUNHA²⁵⁰ e CRISTIANO DIAIS²⁵¹ pronunciam-se no sentido de para o efeito bastar a maioria necessária para alteração do contrato de sociedade²⁵²⁻²⁵³. Ora, como inculcámos no ponto precedente, somos da opinião de que a criação superveniente de ações especiais, seja através da emissão de novas ações ou da conversão de ações ordinárias já existentes²⁵⁴, não deverá ser sujeita à regra da unanimidade.

O primeiro argumento de defesa desta tese alicerça-se na própria letra da lei e, mais ainda, no silêncio do legislador. Erigindo um regime geral de direitos especiais, com as ramificações devidas para os diferentes tipos de sociedades, a previsão do regime especial das sociedades anónimas preocupa-se claramente com a questão da supressão ou coartação destes direitos, especificando o artigo 24.º, n.º 6, que para estas situações deve o consentimento exigido pelo n.º 5 ser dado através de um órgão colegial, distanciando-se assim da redação desta última norma que nos remete para os respetivos titulares destes direitos. Acresce que, no quadro das assembleias especiais de acionistas, reguladas pelo disposto no artigo 389.º, fundou-se um princípio de mimetismo quanto ao seu regime por referência às assembleias gerais. Com efeito, centrando-se a sua razão de ser, de acordo com n.º 3, no(s) colégio(s) de acionistas titulares de ações especiais, o artigo 389.º, n.º 1, manda aplicar a estas assembleias o regime legal e convencional que for aplicável às assembleias gerais. E apesar de, em nossa opinião, tal resultar já da mencionada norma, é ainda expressamente estendido este mimetismo às maiorias qualificadas que sejam exigíveis para a aprovação de determinadas deliberações de acionistas, nos termos no n.º 2.

Ora, considerando tudo o que ficou exposto no parágrafo anterior, podemos enunciar duas ilações: em primeiro lugar, não se pode desprezar o facto de ter sido expressamente prevista a situação da supressão ou coartação dos direitos especiais e de não o ter sido a hipótese da sua criação superveniente, e, em segundo lugar, nem para aqueles casos é exigível uma deliberação unânime²⁵⁵. Parece-nos, por isso, que estamos simplesmente perante uma

²⁵⁰ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Os direitos especiais* cit., pp. 183-185.

²⁵¹ Cf. CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais* cit., pp. 298-302.

²⁵² Nos termos dos artigos 383.º, n.ºs 2 e 3, e 386.º, n.ºs 3, 4 e 5.

²⁵³ No mesmo sentido, SOVERAL MARTINS / RICARDO COSTA, anotação ao artigo 24.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. I, pp. 414-415.

²⁵⁴ Vide o ponto 4.3.2 *infra*.

²⁵⁵ Neste sentido, vide PAULO OLAVO CUNHA, *Os direitos especiais* cit., p. 184.

situação em que a aplicação da norma especial se prevalece sobre a aplicação da norma geral. Assim, se o legislador se preocupou em consagrar um regime especial, este não deve ser preterido pelo regime geral quando esteja em causa o escopo de aplicação daquele primeiro, ou frustrar-se-ia a própria razão da sua existência. O que dissemos, contudo, não pode ser levado ao extremo, porque mesmo reconhecendo-se o espaço normativo de um regime especial neste contexto nem por isso deixa ser exigível o cumprimento das normas gerais que se mantenham aplicáveis²⁵⁶.

Por outro lado, a favor deste entendimento, diga-se que é enganosa a imagem de que os acionistas da sociedade à data da respetiva deliberação estariam desprotegidos, sendo impotentes no sentido de alterarem também a sua posição relativa na sociedade. Esta eventualidade é tutelada, em especial, por decorrência da manifestação do princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas, através dos direitos de preferência que são reconhecidos aos demais acionistas, nos termos dos artigos 458.º (para os aumentos de capital por novas entradas em dinheiro)²⁵⁷ e 344.º, n.º 2 (no caso da conversão de ações ordinárias existentes). Ademais, conforme salienta PAULO OLAVO CUNHA, “[a]s modificações da estrutura social (...) são uma mera consequência da participação da sociedade, sendo admissíveis desde que se processem com o respeito pelos valores fundamentais do ordenamento jurídico e designadamente da boa fé”²⁵⁸.

Concorre também para a adequação deste pensamento um importante argumento de ordem prática: ao exigirmos que esta alteração ao contrato de sociedade proceda de deliberação unânime, estaríamos, na realidade, a fortalecer indevida e infundadamente o poder das minorias nas sociedades anónimas, o que levaria à permanente sujeição à potencial paralisação do órgão deliberativo dependente apenas de uma vontade contrária à maioria (por muito expressiva que esta fosse)²⁵⁹. Sem descuidar a proteção devida a todo e cada acionista,

²⁵⁶ Com especial relevo para aquelas normas presentes nos artigos 85.º e 86.º que não admitam derrogação por normas especiais.

²⁵⁷ Que não é, todavia, absoluto e intocável, tal como resulta da consagração expressa da possibilidade da sua derrogação justificada pelo interesse da sociedade prevalecente (artigo 460.º).

²⁵⁸ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Os direitos especiais* cit., p. 186, razão pela qual, como evidencia o Autor, será sempre admissível o recurso às normas gerais previstas para a impugnação de deliberações contrárias ao Direito. No mesmo sentido, por exemplo, CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais* cit., p. 302.

²⁵⁹ Neste sentido, por exemplo, EDUARDO LUCAS COELHO, *A Formação das Deliberações Sociais* cit., p. 184.

esta tutela jurídica não pode implicar uma sobreposição de interesses individuais ao interesse, bem-estar e bom funcionamento da sociedade.

(ii) *Da supressão ou coartação*

Uma vez que já nos debruçámos incidentalmente sobre esta matéria no ponto anterior, por ser necessária a sua análise para a fundamentação da posição adotada quanto à criação superveniente de direitos especiais, cabe agora, evitando repetições desnecessárias, reiterar com o devido grau de desenvolvimento o que afirmámos *supra*.

Como vimos, por força do disposto no artigo 24.º, n.ºs 5 e 6, os direitos especiais só podem ser suprimidos ou coartados²⁶⁰ contanto que para tal seja concedido o consentimento dos respetivos titulares sendo que, de modo especial, nas sociedades anónimas este consentimento é apurado “*em assembleia especial de accionistas*”²⁶¹. Por sua vez, o artigo 389.º, que é fonte do regime das assembleias especiais de acionistas²⁶², manda aplicar a estas assembleias o exato regime que se tiver por aplicável para as assembleias gerais, quer este seja de natureza legal ou convencional, não referindo, em toda a sua extensão, a modalidade da unanimidade do princípio de votação²⁶³.

Consideramos ser útil neste momento fazer uma breve visita ao regime espanhol, onde o artigo 293, da LSC, regula (com louvável detalhe e clareza) a “*tutela colectiva de los derechos de los titulares de clases de acciones en la sociedad anónima*”. Um primeiro aspeto que cumpre destacar é que se fala aqui em tutela coletiva, e não em tutela individual, o que

²⁶⁰ Sobre a amplitude do verbo “coartar”, explica RAÚL VENTURA (cf. *Acções preferenciais sem voto*, in Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, reimpressão de 1992, Almedina, 2003, p. 426) que este é “*suficientemente amplo para abranger casos em que uma alteração do contrato de sociedade altera ou restringe o exercício do direito especial e aqueles em que uma deliberação, sem carácter modificativo do contrato (entenda-se «sem carácter modificativo da cláusula do contrato criadora do direito especial»)* incide prejudicialmente em direito desta natureza”.

²⁶¹ Já se encontravam estas assembleias previstas expressamente no âmbito da Segunda Diretiva sobre Sociedades, em concreto, no seu artigo 31.º. Sobre esta disposição remetemos melhor desenvolvimento para RAÚL VENTURA,

²⁶² De que se podem lugares próximos noutros ordenamentos jurídicos o § 138 da AktG, no caso alemão, e o artigo 2376 do CCit, no caso italiano, conforme analisa CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais* cit., pp. 310-311.

²⁶³ Sobre este princípio *vide*, entre outros, EDUARDO LUCAS COELHO, *A Formação das Deliberações Sociais* cit., pp. 178 e ss.

logo à partida induz o intérprete no sentido de perceber este regime como de inspiração no princípio maioritário, e não por apelo à unanimidade. Em consonância com a orientação da respetiva epígrafe legal, o n.º 1 desta disposição determina que qualquer alteração aos estatutos que, direta ou indiretamente, afete os direitos de uma categoria de ações, deverá ser aprovada por duas (ou mais) deliberações, uma da assembleia geral, cumprindo os requisitos legais para a alteração aos estatutos²⁶⁴⁻²⁶⁵, e uma por cada assembleia correspondente às categorias de ações afetadas. Estas, por força do disposto no artigo 293, n.º 3, da LSC, seguirão os mesmos requisitos “*previstos en esta ley para la modificación de los estatutos sociales, bien en junta especial o a través de votación separada en la junta general en cuya convocatoria se hará constar expresamente*”²⁶⁶⁻²⁶⁷. Termina ainda este preceito estabelecendo inequivocamente semelhante mimetismo ao que referimos *supra*, prevendo o artigo 293, n.º 4, da LSC, que “[a] las juntas especiales será de aplicación lo dispuesto en esta ley para la junta general”.

Como se percebe por esta incursão ao regime espanhol, o quadro normativo que vigora do outro lado da fronteira (que, grosso modo, já resultava do artigo 148, da LSA) tem fortes pontos de contacto com o regime jurídico nacional, desde logo, pelo facto de se fazer aplicar diretamente às assembleias especiais o regime das assembleias gerais, bem como pela preocupação em acautelar expressamente os casos de deliberações aprovadas por maiorias

²⁶⁴ Que, nos termos do disposto no artigo 194, n.ºs 1 e 2, da LSC, exige, respetivamente, um quórum constitutivo (supletivo) em primeira convocatória de “*al menos, el cincuenta por ciento del capital suscrito con derecho de voto*”, e, em segunda convocatória, de “*veinticinco por ciento de dicho capital*”.

²⁶⁵ Exigindo-se um quórum deliberativo (supletivo) de maioria absoluta em primeira convocatória e de dois terços do capital presente ou representado quando, em segunda convocatória, “*concurran accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento*”, de acordo com o artigo 201, n.º 2 *ex vi* artigo 288, n.º 2, ambos da LSC.

²⁶⁶ Quanto à possibilidade de deliberação dos acionistas especiais em assembleia geral de acionistas, que, como sabemos, vai para lá do regime nacional, podemos encontrar igual permissão no § 138 da AktG, no entanto, opostamente ao que temos por cá, e como se vê, ao regime espanhol, não se estende igualmente o regime das assembleias gerais ao das assembleias especiais, antes sendo repetidamente apontado o recurso à analogia.

²⁶⁷ Sobre a possibilidade da votação dos acionistas especiais em assembleia geral no direito português, pronunciando-se contra esta hipótese, vide EDUARDO LUCAS COELHO, *Exercícios vários acerca da presidência das assembleias especiais de categorias de accionistas*, in Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura, vol. II, Almedina, 2003. Já CRISTIANO DIAS (cf. *Os Direitos Especiais* cit., p. 318), apesar de conceder que se possa entender o disposto no artigo 24.º, n.º 6, como um obstáculo à aceitação desta possibilidade na lei portuguesa, defende, porém, que seria “*desejável*” que se permitisse tal forma de prestação de consentimento por parte dos acionistas especiais.

qualificadas (ainda que no caso espanhol esta seja feita indiretamente, sem que se refira expressamente a exigência de maioria qualificada).

De acordo com o que ficou exposto, e recordando ainda o argumento de índole prática que explicitámos no ponto anterior, que impõe que se leve em conta o facto de a exigência de aprovação de deliberações por unanimidade praticamente inviabilizar o normal funcionamento das assembleias – e com isso a sua aptidão para formarem a vontade do órgão social enquanto representação dos respetivos acionistas –, cremos que é no sentido da tese da maioria qualificada que apontam as normas legais que disciplinam a supressão ou coartação dos direitos especiais de acionistas²⁶⁸, num regime que nos parece ser próximo do regime espanhol²⁶⁹. Por conseguinte, a supressão ou coartação de direitos especiais inerentes a determinadas ações deverá ser deliberada nas assembleias especiais de acionistas das ações visadas, devendo as mesmas ser aprovadas, por força do disposto no artigo 389.º, n.ºs 1 e 2, por maioria qualificada de dois terços dos votos emitidos de acordo com o artigo 386.º, n.º 3 (podendo o quórum deliberativo ser reduzido para a maioria simples dos votos emitidos nos termos do artigo 386.º, n.º 4).

3.2 As categorias de ações e os direitos especiais

3.2.1 As categoriais de ações e o seu conteúdo

Como tem sido amiúde enfatizado ao longo da presente dissertação, as sociedades anónimas posicionam-se de forma ímpar no polo capitalístico do espectro dos tipos de sociedades admitidas pelo CSC, sobressaindo o seu *intuitus pecuniae* como aquela característica que inelutavelmente residirá no seu núcleo. Enaltece ainda o carácter eminentemente patrimonial das sociedades anónimas, como tivemos oportunidade de ver, a

²⁶⁸ Acompanhando, por isso, as posições de, entre outros, PAULO OLAVO CUNHA, *Os direitos especiais* cit., pp. 184 e 194-195, POIRIER BRAZ, *Sociedades Comerciais* cit., p. 112, SOVERAL MARTINS / RICARDO COSTA, anotação ao artigo 24.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. I, pp. 414-415, CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais* cit., pp. 314-315.

²⁶⁹ Sem prejuízo da peculiaridade de não existir no artigo 389.º disposição semelhante à do artigo 293, n.º 2, que versa sobre a possibilidade das alterações estatutárias que modifiquem o conteúdo das ações especiais implicarem um tratamento desigual entre estas e, também, da não previsão (expressa) da possível concessão do consentimento através das assembleias gerais (a que aludimos na nota n.º 267).

divisão do seu capital social em ações (artigo 217.º), participação social que de modo inato promove a despersonalização do acionista por força da negociabilidade que lhe subjaz²⁷⁰.

Sendo certo que existe um tronco comum quanto ao conteúdo das ações, que invariavelmente brotará do regime geral sobre o conteúdo da participação social que analisámos anteriormente²⁷¹, é reconhecida às sociedades uma ampla margem de discricionariedade na conformação dos concretos direitos que cada ação em si deverá encerrar (dentro dos limites da autonomia privada). Assim, as ações distinguir-se-ão entre si numa determinada sociedade anónima pelo respetivo conteúdo ativo, agrupando-se em compartimentos a que lei dá o nome de categorias de ações, conforme resulta do artigo 302.º, n.º 2 – norma que prevê que cada categoria seja formada pelas ações da sociedade que “*compreendem direitos iguais*”^{272-273- 274}.

Por sua vez, no plano mais amplo dos valores mobiliários, a noção de categoria é também ela, em conformidade, mais ampla, encontrando-se contida no artigo 45.º, do CVM, que tem a seguinte redação: “*Os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes*”²⁷⁵. Como vimos, a indicação das categorias de ações, do número de

²⁷⁰ Aproveitando aqui para recordar as palavras de RODRIGO URÍA (cf. *Derecho Mercantil* cit., p. 260), cujas lições nos dizem que “*la idea de «acción» está intimamente unida a la de «valor» procedente de emisión hecha por entidad pública o privada, susceptible de negociación en Bolsa o fuera de ella. La negociabilidad siempre ha sido nota destacada del valor mobiliario*”.

²⁷¹ Vide o ponto 2.2 *supra*.

²⁷² Desta forma, em tese, é ilimitado o número de categorias de ações que uma sociedade anónima pode ter, bem como o número de ações que pode formar cada categoria, sendo estes números apenas limitados, na prática, pela natureza das coisas.

²⁷³ Conforme notam RAÚL VENTURA (cf. *Adaptação do direito português* cit., p. 105) e PAULO OLAVO CUNHA (cf. *Os Direitos Especiais* cit., p. 147), nada impede que uma categoria seja formada apenas por uma ação.

²⁷⁴ Aqui é deveras elucidativa a explicação que nos dá acerca da evolução da igualdade de direitos entre as ações RODRIGO URÍA (cf. *Derecho Mercantil* cit., pp. 266-267) dizendo que: “*Al democratizarse la sociedad anónima en el siglo XIX se hizo descansar el régimen de los derechos corporativos o sociales sobre el postulado de la igualdad absoluta de las acciones. Pero el principio se debilitó rápidamente por la presión de las necesidades prácticas, que nunca permitieron mantener ese estado teórico de perfecta igualdad de derechos entre uno y otros socios. Hoy, el ámbito de aplicación del principio está limitado al terreno concreto de cada clase de acciones*”.

²⁷⁵ Aqui, a não circunscrição ao conteúdo ativo dos valores mobiliários para a definição da categoria é decorrência óbvia e inevitável da (virtualmente) infundável variedade de situações jurídicas (ativas e/ou passivas) que os valores mobiliários podem concatenar – tanto mais considerando a sua atipicidade hoje consagrada de modo exímio no artigo 1.º, alínea g), do CVM.

ações que estas contenham e dos direitos que atribuam aos seus titulares faz parte, ao abrigo do artigo 272.º, alínea c), do conteúdo obrigatório de qualquer contrato de sociedade.

É por isso inteiramente adequado o modo de atribuição e transmissão de direitos especiais nas sociedades anónimas previsto no artigo 24.º, n.º 4, segundo o qual estes devem ser atribuídos a categorias de ações e inerem às próprias ações transmitindo-se com estas e, consequentemente, de acordo com o princípio da livre transmissibilidade que é consagrado pelo artigo 328.º (com as limitações decorrentes deste preceito)²⁷⁶. Note-se que a atribuição de direitos especiais a categorias implica que no seio de cada uma destas se estabeleça entre os vários acionistas uma relação de proximidade tal que se faça sentir entre eles, devido à identidade do conteúdo das participações sociais de que são titulares, a força do princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas. Contudo, este princípio não exigirá uma estrita igualdade de tratamento entre estes e os demais acionistas, quer sejam ordinários ou de outras categorias, porquanto em determinadas ocasiões emergirá a sua especialidade e o tratamento que esta reclame.

Se por um lado podemos falar em ações ordinárias e ações especiais, assim distinguindo entre umas e outras em função de às primeiras corresponder o leque comum de direitos previsto na lei que enforma a qualidade de sócio e de às últimas se conferirem direitos especiais²⁷⁷, não fica por aqui a qualificação que pode ser efetuada de acordo com o conteúdo das ações. Assim, o facto de se atribuírem direitos especiais a uma determinada categoria de ações não implica, *a priori*, que as ações desta categoria estejam automaticamente em situação de vantagem perante as ações ordinárias (ou ainda face a ações de outra categoria).

Em regra, quando falamos de ações que conferem aos seus titulares determinados direitos especiais referimo-nos a ações a que inerem determinadas vantagens, seja de ordem patrimonial ou política. No entanto, face à liberdade que as sociedades têm na conformação

²⁷⁶ Quanto a este aspeto, CRISTIANO DIAS (cf. *Os Direitos Especiais* cit., p. 303), refere que “os direitos especiais estão assim também subordinados ao princípio da sua livre transmissibilidade, independentemente de se tratar de direitos especiais de carácter patrimonial ou não patrimonial”.

²⁷⁷ Assim, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais* cit., p. 426: “As ações ordinárias devem caracterizar-se pela positiva, importando reter desde logo que são as que exprimem a situação típica comum de acionista. Não é, pois, correto concluir que esta espécie de ações se pode determinar residualmente ou definir as ações ordinárias por exclusão de partes, isto é, dizendo que são todas aquelas que não apresentam uma especificidade própria, uma vez que, no âmbito da tipologia das ações, vamos encontrar ações privilegiadas”. No mesmo sentido, por exemplo, COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial* cit., p. 215.

do conteúdo das suas ações, pode não ser esse o caso. Pode suceder que determinada categoria de ações confira determinados direitos especiais mas limite outros direitos que normalmente seriam reconhecidos aos seus titulares – ou, pelo menos, sê-lo-iam com diferente amplitude. À luz desta realidade, a doutrina tende a distinguir no campo das ações especiais entre ações privilegiadas e ações diminuídas²⁷⁸.

Desta forma, e como as suas denominações indicam, as ações privilegiadas “*são participações que conferem aos respetivos titulares vantagens relativamente às situações jurídicas que caracterizam as demais ações, podendo ser de diversas categorias, isto é, o acervo dos direitos que concedem pode também ser diferente*”²⁷⁹. São exemplo paradigmático destas ações aquelas que, sem mais, confirmam um qualquer direito especial de ordem patrimonial que as sobreleve perante as ações ordinárias. Já no domínio político poderemos falar de ações privilegiadas no caso das ações especiais com direito de veto na eleição de administradores (artigo 391.º, n.º 2) ou ainda no caso de ações dotadas de direito de voto plural – que, como vimos, face à sua atual proibição (artigo 384.º, n.º 5) subsistem no ordenamento jurídico português apenas como um resquício do regime anterior e de acordo com a permissão legal do artigo 531.º. Por sua vez, e por contraste, são ações diminuídas as que, quer se tratem de direitos de natureza patrimonial ou de direitos de natureza política, confirmam aos seus titulares uma posição de desvantagem em comparação com as demais ações, sendo destas exemplo paradigmático as ações de fruição²⁸⁰.

Não obstante, como vínhamos introduzindo, pode nem sempre ser fácil qualificar uma determinada ação de acordo com as duas modalidades apresentadas, visto que o seu conteúdo se pode revelar em parte vantajoso mas simultaneamente desvantajoso quando visto de um ponto de vista distinto. É com base nesta ideia que COUTINHO DE ABREU defende que as ações preferenciais sem direito de voto são ações *sui generis*, e que por isso não devem

²⁷⁸ Assim, por exemplo, PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., pp. 143 e ss., COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial* cit., pp. 214 e ss., SOVERAL MARTINS, *Valores Mobiliários [Ações]* cit., p. 27.

²⁷⁹ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais* cit., p. 427.

²⁸⁰ Cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial* cit., p. 215 e PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais* cit., p. 453.

ser qualificadas como ações privilegiadas²⁸¹, mas não nos pronunciaremos aqui sobre estas, visto que lhes dedicaremos posteriormente o principal capítulo da presente dissertação.

Sem embargo, aproveitamos o ensejo para comentar em estilo introdutório que estas ações não são, de facto, simples ações privilegiadas. A denominação das ações privilegiadas decorre, como vimos, de lhes serem associados determinados privilégios. Sejam estes privilégios de ordem patrimonial ou não, mister é que estas ações, através do respetivo conteúdo – ou seja, considerando a própria dualidade natural da participação social²⁸² –, confirmem aos seus titulares uma situação de vantagem face aos demais acionistas.

À partida, esta situação de vantagem será averiguada de um ponto de vista focado no conteúdo das ações ordinárias, caso em que serão privilegiadas aquelas ações que apresentem um *superavit* face à vertente ativa da participação social ou, por outro lado, um *deficit* em relação à sua vertente passiva. Assim, se pelo conteúdo de determinada ação especial o seu titular tem mais direitos que o normal, quer os vejamos quantitativa ou qualitativamente, então este acionista será um acionista privilegiado. O mesmo sucede, simetricamente, no caso das obrigações associadas às ações²⁸³, ou seja, se o acionista tem menos obrigações do que aquilo que seria comum, este será também um acionista privilegiado. Ora, no caso das ações preferenciais sem direito de voto este saldo não é de fácil apreensão, talvez tenha sido por isso que o legislador optou por lhes dar a qualificação legal de “ações preferenciais”, desta feita rejeitando designá-las como ações privilegiadas.

²⁸¹ Cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial* cit., pp. 215-216. Já para ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA (cf. *Manual de Corporate Finance* cit., p. 158), estas são ações que de um ponto de vista são “privilegiadas”, sendo todavia, “simultaneamente enfraquecidas”. Com efeito, preferimos esta perspetiva à de COUTINHO DE ABREU, visto que não nos parece inteiramente correto rejeitar liminarmente a sua qualificação (ainda que parcial) enquanto ações privilegiadas uma vez que, na pureza dos conceitos, estas ações comportam privilégios patrimoniais.

²⁸² Vide o ponto 2.2.1(ii) *supra*.

²⁸³ Aqui, porém, e considerando o que fomos expondo ao longo do capítulo referente ao capital social e à identidade acionista (cf. ponto 2 *supra*), apenas de um ponto de vista quantitativo, uma vez que determinado acionista não pode ser exonerado, por exemplo, do cumprimento da sua obrigação de entrada ou, por outro lado, da sua sujeição à eventualidade de ser chamado a quinhão nas perdas da sociedade.

3.2.2 Conceito de direitos especiais

A exposição e análise do regime legal dos direitos especiais que temos vindo a efetuar até agora permite-nos que neste momento nos ocupemos de perceber qual afinal o conceito de direitos especiais²⁸⁴. Com isto pretendemos saber, pois, de um ponto de vista assumidamente teórico, o que se deverá entender por direitos especiais, e já não qual o regime que os disciplina, por exemplo, na sua criação ou nas vicissitudes que enfrentam pela sua existência nas sociedades – tarefa que, ainda que de um modo brando e conciso, deixámos já para trás.

Diga-se, em primeiro lugar, que esta discussão é transversal a todos os tipos de sociedades, não obstante apresentar especificidades no caso das sociedades anónimas. De modo congruente com o que temos vindo a fazer ao longo do presente estudo, procuraremos abordar esta questão por referência às sociedades anónimas (ainda que, lá está, as mesmas ideias e conclusões não procedam da mesma forma para os restantes tipos de sociedades).

Esta problemática deriva, desde logo, da letra da lei. Com efeito, o artigo 24.º, n.º 1, fala em direitos que por estipulação no contrato de sociedade sejam criados para “*algum sócio*”. Discute-se, nesta medida, se devemos ver os direitos especiais como aqueles direitos que são concedidos somente a alguns dos acionistas ou se, diversamente, a qualificação destes direitos como especiais é independente desta questão, e, como tal, todos os acionistas da sociedade poderão, em tese, ser titulares de direitos especiais.

Ora, como se vê, concorrem para a resposta a esta indagação duas correntes doutrinárias bem determinadas²⁸⁵. Apesar de já se poderem encontrar indícios nos pontos anteriores deste capítulo sobre qual a tese que julgamos ser a mais acertada, vejamos sucintamente em que consistem através de alguns dos contributos que podemos encontrar no seio da doutrina nacional.

Para uma primeira corrente doutrinária, que se mostra mais fiel a uma interpretação literal do artigo 24.º, n.º 1, o conceito de direito especial contém, por isso, uma conotação

²⁸⁴ Com a figura dos direitos especiais não se confundem as suas figuras afins. Sobre estas remetemos melhor desenvolvimento para, entre outros, PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., pp. 166 e ss. e CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais* cit., pp. 113 e ss.

²⁸⁵ Segundo CRISTIANO DIAS (cf. *Os Direitos Especiais* cit., pp. 86 e ss.), estamos aqui perante uma conceção restrita e uma conceção ampla quanto ao entendimento do significado de direito especial.

subjettiva de que é indissociável, razão pela qual a especialidade do direito encontra-se ligada àqueles que são seus titulares. Quer isto dizer que um determinado direito será especial se não for partilhado pela generalidade dos acionistas, ou seja, conforme ensina RAÚL VENTURA: *“O direito atribuído a um sócio é especial porque é diferente dos direitos gerais atribuídos a todos os outros sócios, porque só um sócio goza desse direito, tal como no contrato de sociedade é configurado. E, como é natural, a diferença é para favorecer o titular e daí a terminologia também usada, «direitos prioritários» ou «direitos privilegiados»”*²⁸⁶.

Do mesmo modo, para PAULO OLAVO CUNHA o modo de aferição do caráter especial de determinado direito não tem que ver necessariamente com a substância do direito em causa, devendo este juízo entroncar-se na pessoa do titular, razão pela qual defende que *“[o] critério que nos permite distinguir estes direitos dos direitos gerais reside, precisamente, no facto de só poderem ser atribuídos a alguns sócios, estando por isso primordialmente afetos a interesses próprios do seu titular”*²⁸⁷. Evidencia-se, mais uma vez, que para este entendimento sobre o conceito de direito especial releva a concessão de determinada vantagem ou favorecimento pretendido pela sociedade para um ou mais sócios, ou, no caso das sociedades anónimas, para uma ou mais categorias de ações.

De acordo com a conceção adotada por RAÚL VENTURA e por PAULO OLAVO CUNHA²⁸⁸, não podem ser titulares dos direitos especiais a totalidade dos sócios porque tal redundaria em que essa mesma especialidade se dissipasse, fazendo com que nenhum daqueles direitos fosse verdadeiramente especial²⁸⁹.

Em sentido oposto, a segunda corrente doutrinária identificada não vê através daquela perspetiva subjettiva o conceito de direito especial, defendendo, inversamente, que este é descoberto objetivamente, ou seja, pela análise do conteúdo do direito especial. Assim, ainda que não se pronunciando diretamente sobre direitos especiais, antes se referindo às ações especiais (o que, face ao que vimos antes, permite a extração da conclusão que se pretende), COUTINHO DE ABREU explica que *“[s]ão especiais as acções que*

²⁸⁶ Cf. RAÚL VENTURA, *Direitos Especiais dos Sócios* cit., p. 215.

²⁸⁷ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais* cit., p. 331.

²⁸⁸ Segue a mesma linha de pensamento, por exemplo, PUPO CORREIA, *Direito Comercial* cit., pp. 226-227.

²⁸⁹ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais* cit., p. 332.

compreendem mais, ou menos, ou mais e menos direitos do que os legalmente estabelecidos para as acções em geral”²⁹⁰.

É também de acordo com esta perceção que CRISTIANO DIAS aborda esta matéria, referindo que “*a forma mais correcta de abordar a questão não é recorrendo à ideia de generalização ou não do direito especial. A «especialidade» do direito especial não deve ser colocada no campo de quem pode ser titular do direito especial, mas na natureza do direito especial em si mesmo*”²⁹¹. Da mesma maneira, conclui este raciocínio dizendo sobre o direito especial que este “*é «especial» porque tem um regime diferente do comum/geral*”²⁹².

Tal como já se evidenciava pelo modo como fomos edificando este capítulo, somos da opinião de que a especialidade destes direitos não deve efetivamente ser aferida por um critério subjetivo que considere os seus respetivos titulares. Desta sorte, julgamos que a especialidade dos direitos deriva da diferença entre o seu conteúdo (para mais ou para menos) e o conteúdo elementar geral que já resulta da lei. É que, como vimos, a lei reserva uma série de preceitos à construção da condição de socialidade²⁹³, estabelecendo assim o supedâneo legal do que se deve considerar a panóplia de situações jurídicas ativas que derivam daquela e que são, por conseguinte, gerais, como é, de resto, a própria lei. Na sequência desta premissa, parece-nos ser a melhor opção aquela que toma por evidência da especialidade a vantagem (ou desvantagem) que por efeito de estipulação no contrato de sociedade se faz acoplar a determinada categoria de ações²⁹⁴.

Importa também destacar que se é verdade que esta conclusão é de suficiente certeza e amplitude que se possa (e deva) aplicar a qualquer tipo de sociedade, mais se aclara a precisão desta ideia quando vista sob o prisma das sociedades anónimas. Com efeito, enquanto no campo das sociedades de pessoas a maior relevância das pessoas dos sócios pode levar a que (erradamente) se adira ao referido critério subjetivo (ancorando-se tal defesa no favorecimento pessoal algum ou alguns sócios), tal conclusão perde algum sentido no caso das sociedades anónimas, onde efetivamente o benefício se faz por categoriais e as ações que

²⁹⁰ Cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial* cit., p. 215.

²⁹¹ Cf. CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais* cit., p. 86.

²⁹² Idem, p. 110.

²⁹³ Vide o ponto 2.2 *supra*.

²⁹⁴ Neste sentido OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários* cit., p. 99.



as conformam são transacionadas sob o princípio da livre transmissibilidade (artigo 328.º). Adicionalmente, parece-nos também refutar aquela ideia o facto de, nas sociedades anónimas, e considerando a livre transmissibilidade que se referiu, (à partida) nada impedir que todos os acionistas sejam titulares de pelo menos uma ação de uma categoria cujas ações confirmam direitos especiais, o que leva a que todos os acionistas tenham direitos especiais²⁹⁵.

²⁹⁵ Tal como evidenciado pela exposição de SOVERAL MARTINS / RICARDO COSTA, anotação ao artigo 24.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. I, p. 416.

4. AS AÇÕES PREFERENCIAIS

4.1 Evolução histórica das ações preferenciais sem direito de voto

4.1.1 O nascimento das ações preferenciais

As ações preferenciais, que nos dias de hoje estão liberalizadas globalmente enquanto instrumento de financiamento das empresas, nasceram em tempos idos, caminhando para a celebração do seu bicentenário ainda na primeira metade deste século. Contraposta à história do Direito, a história das ações preferenciais encontra-se num estágio de desenvolvimento que quase se pode dizer pueril, todavia, é visível neste tipo de ações uma evolução que julgamos merecer análise própria. No encalço deste mote, delinearemos nos próximos parágrafos algumas das principais feições das ações preferenciais originárias, em homenagem ao valor histórico do instituto para a sua compreensão no Direito das Sociedades contemporâneo.

Segundo relata HEBERTON EVANS, JR.²⁹⁶, as ações preferenciais nascem nos Estados Unidos da América ainda na primeira metade do séc. XIX, em concreto, no ano de 1836, no Estado de Maryland²⁹⁷. De certa forma, o surgimento deste tipo de ações decorre das mesmas linhas gerais que a fundação das sociedades anónimas, dado que emergem da necessidade de captação de fundos para grandes empreendimentos junto de pequenos aforradores, visto que reunir as avultadas somas necessárias de outro modo revelar-se-ia tarefa hercúlea e extremamente onerosa. Com efeito, a origem das ações preferenciais neste país está ligada à indústria da construção no setor dos transportes²⁹⁸, encontrando-se como sua manifestação primitiva a participação do Estado de Maryland em determinadas empresas de

²⁹⁶ Cf. HEBERTON EVANS, JR., *The Early History of Preferred Stock in the United States*, in *The American Economic Review*, Vol. 19, No. 1 (Mar., 1929), p. 43.

²⁹⁷ Todavia, conforme ressalva este Autor, o verdadeiro berço das ações preferenciais é europeu, referindo que esta figura era já admitida em Inglaterra desde há uma década, conforme se pode ler na nota n.º 20 deste ensaio que ora se transcreve na íntegra: “*An example of an English statute authorizing the issue of «new» shares with a priority of dividend may be found in The Local and Personal Acts of Great Britain, 7 George IV c. 45 (1826)*”.

²⁹⁸ Com a proeminência do setor ferroviário a ser saliente mas sem que esta obnubile o papel dos setores fluvial e rodoviário no desenvolvimento das ações preferenciais – que viriam posteriormente a ser exportadas para outros setores industriais nos meados do séc. XIX.

desenvolvimento interno das infraestruturas, com especial relevo para a entrada no capital da *Chesapeake and Ohio Canal Co.* e da *Baltimore and Ohio Railroad Co.*²⁹⁹⁻³⁰⁰.

Este tipo de grandes obras de infraestruturas eram não raras vezes orçamentadas por estimativas inferiores aos seus custos reais, o que levava a que fosse necessário recorrer à captação de novos fundos na pendência dos projetos. Sucedia, porém, que era difícil atrair novos investimentos uma vez que este tipo de empresas normalmente não geravam lucros nesta fase da sua vida e, para além do investimento feito na subscrição de capital por parte dos acionistas, recorriam frequentemente a outras fontes externas de financiamento, quer através de empréstimos concedidos por entidades públicas e de empréstimos por investidores privados, assim diminuindo a disponibilidade destes para novas contribuições. Foi assim, como se vê, num clima de emergência de capital por parte das sociedades emitentes que nasceram as ações preferenciais.

Desta feita, e depois de um pedido de ajuda financeira endereçado pelos administradores da *Chesapeake and Ohio Canal Co.* ao Estado de Maryland, deu-se início ao processo legislativo através do qual se visava permitir que este último participasse no capital de um elenco de cinco empresas (ligadas à construção de canais e de linhas ferroviárias), mas não sem que fosse devidamente “recompensado” pelo risco e esforço financeiro que assumia nestas circunstâncias. Consequentemente, depois de avanços e recuos nas “negociações” deste projeto legislativo, foi aprovada a lei que autorizava o Estado de Maryland a participar no capital das referidas empresas e que viria a desembocar na criação das ações preferenciais nos Estados Unidos da América.

Cumprido o devido introito quanto ao contexto histórico do surgimento das ações preferenciais, cabe agora referirmos as principais características que estas ações apresentavam e que faziam delas ações especiais face às demais. Por um lado, as ações subscritas pelo Estado de Maryland na *Chesapeake and Ohio Canal Co.* eram dotadas de um dividendo prioritário anual de 6%, pago semestralmente, e devido até ao momento em que os lucros da

²⁹⁹ Cf. HEBERTON EVANS, JR., *The Early History of Preferred Stock* cit., pp. 44 e ss.

³⁰⁰ A primeira empresa foi responsável pela construção e exploração deste canal, que une as cidades de Washington, D.C. e de Cumberland (Estado de Maryland), e através do qual foi transportado carvão entre as duas cidades durante quase um século (sendo nos dias de hoje um parque nacional). Quanto à segunda empresa, estava encarregue de construir a linha ferroviária de mesmo nome e que é uma das mais antigas nos Estados Unidos da América.

empresa alcançassem um determinado nível, a partir do qual passariam a participar nos lucros gerados em situação de igualdade com os restantes acionistas. Quanto a estas ações ficara ainda estabelecido que o pagamento inicial dos referidos dividendos apenas teria lugar três anos após a sua subscrição³⁰¹. Por sua vez, no caso da *Baltimore and Ohio Railroad Co.*, estas ações eram dotadas de um dividendo prioritário anual de 6%, exclusivo e perpétuo³⁰², e, ainda, de uma “posição preferencial” na designação dos administradores da empresa³⁰³.

O caráter preferencial destas ações, como se percebe, era por isso manifestado na posição vantajosa conferida ao respetivo acionista quer no plano patrimonial, por referência ao dividendo prioritário, quer também no plano político, de acordo com a mencionada “posição preferencial” quanto à designação de administradores. No entanto, esta iniciativa legislativa não abordava de modo especial os direitos de voto do acionista preferencial, *i.e.* do Estado de Maryland. Esta era uma questão que à data não se colocava porquanto não se sentia a urgência de “equilibrar” o conteúdo destas participações sociais com a privação dos direitos de voto³⁰⁴.

Em rigor, é até antagónica a ideia que preside à criação destas ações. É que no caso da *Chesapeake and Ohio Canal Co.* não foram “exigidas” especiais prerrogativas no domínio político da empresa uma vez que por efeito da subscrição de ações o Estado de Maryland passaria a deter mais de metade do capital, razão pela qual controlaria por esse efeito o respetivo conselho de administração, o que não sucedia no caso da *Baltimore and Ohio Railroad Co.*, onde esta participação se cifrava em apenas um terço do respetivo capital. De facto, a ausência da privação dos direitos de voto justificava-se pela fragilidade da situação financeira da empresa, julgando-se ser equilíbrio bastante o facto de se investir em empresas

³⁰¹ Cf. HEBERTON EVANS, JR., *The Early History of Preferred Stock* cit., p. 46.

³⁰² Ou seja, devendo o eventual remanescente dos lucros da empresa ser repartido pelos restantes acionistas mas já não cabendo qualquer fatia ao Estado de Maryland e, por outro lado, mantendo-se estas ações com o descrito caráter preferencial enquanto fossem por ele detidas.

³⁰³ Cf. HEBERTON EVANS, JR., *The Early History of Preferred Stock* cit., p. 47.

³⁰⁴ Idem, p. 57, afirmando o Autor que “[i]t seems that preferred stock had the same or practically the same voting rights as common in spite of the fact that statutes seldom covered this point”, reiterando posteriormente que “[g]enerally preferred stock had the same voting rights as common” (cf. p. 58).

que não geravam lucros à data e que obrigavam a um dispendioso *buy-in*, pelo que a esta posição de elevado risco deveria corresponder uma rentabilidade acima da média³⁰⁵.

Uma vez aprovada esta lei, a efetiva entrada no capital destas empresas exigia, não obstante, o consentimento das mesmas para o efeito. Ora, o conteúdo destas ações encontrou opositores entre os acionistas da *Chesapeake and Ohio Canal Co.* que chamaram a atenção dos restantes acionistas (que participariam no processo deliberativo com vista à obtenção do referido consentimento) para o que entendiam ser o “*unreasonable and anomalous character of the loan*”, que os colocava numa situação em que os seus direitos e interesses eram coartados de modo a dar espaço à presença do Estado de Maryland na empresa, que viam como um “*monopolizing «preferred stockholder»*”³⁰⁶.

Este é, assim, um dos marcos iniciais na história das ações preferenciais, tendo nascido nos Estados Unidos da América como um instrumento financeiro *sui generis* à data e que permitiu o “empréstimo” de fundos a empresas de construção por parte de entidades estatais, através da subscrição de ações preferenciais, e que rapidamente se metamorfoseou num instrumento de financiamento disponível ao público em geral.

Exemplo desta abertura ao público é o caso da *Boston and New York Central Railroad Co.*, em 1855³⁰⁷. Neste caso concreto, em que estava em causa um aumento de capital por emissão de ações preferenciais de “primeira classe”, foi reconhecida aos credores da empresa a faculdade de converterem a sua dívida (incluindo os respetivos juros) em ações que conferiam um dividendo prioritário anual de 6%, pago semestralmente, que incluía também o direito a participarem na partilha dos lucros remanescentes em condições de igualdade, depois de pagos os restantes acionistas ordinários pelo mesmo valor. Merece também destaque nesta autorização para a emissão de ações preferenciais o facto de se tutelar

³⁰⁵ Uma vez mais, ressalta aqui o significado ínsito no brocardo latino *ubi commodum, ibi incommodum*.

³⁰⁶ Cf. HEBERTON EVANS, JR., *The Early History of Preferred Stock* cit., pp. 48-49.

³⁰⁷ Empresa de construção e exploração de linhas ferroviárias que foi autorizada a aumentar o seu capital através da emissão de ações preferenciais, conforme diploma legal em arquivo disponível em archives.lib.state.ma.us/bitstream/handle/2452/97164/1855acts0341.txt?sequence=1&isAllowed=y.

expressamente os direitos de subscrição destas novas ações por parte dos acionistas da empresa à data³⁰⁸.

Concluindo, nos primórdios das ações preferenciais estas eram configuradas como instrumentos de financiamento especialmente vocacionados para a injeção de capital em empresas de grande envergadura em dificuldades financeiras e que, por essa mesma razão, conferiam aos seus titulares vantagens de índole patrimonial – sendo o dividendo prioritário o seu traço distintivo e que erguessem vozes no sentido de o considerarem uma verdadeira garantia do investimento efetuado³⁰⁹ –, normalmente de caráter temporário, sem que com isso implicassem uma necessária diminuição dos direitos políticos reconhecidos à generalidade dos acionistas.

4.1.2 As ações preferenciais na lei portuguesa

(i) *Código Ferreira Borges*

Começamos a análise a que nos propomos neste ponto também no séc. XIX, com uma referência inicial ao primeiro Código Comercial português, que ficou conhecido como o Código Ferreira Borges³¹⁰. Este código não continha qualquer previsão específica que se ocupasse expressamente dos direitos especiais dos sócios em moldes parecidos aos atuais e, logicamente, nem tão-pouco dedicava quaisquer disposições à matéria das ações preferenciais. Todavia, não se poderá dizer que era absolutamente omissa quanto a estas questões, uma vez que a redação do seu artigo 592.º, sobre o conteúdo obrigatório do contrato

³⁰⁸ Conforme resulta da terceira secção do diploma indicado na nota anterior que ora se transcreve na íntegra: “Any stockholder of said company paying to said company one hundred dollars, in cash, at such time or times, and in such manner as the directors of said company shall determine, shall be entitled to one share of said first class of preferred stock, and shall also thereby have the right to have two shares of the present stock owned by him put into a second class of preferred stock; and the holders of said second class of preferred stock shall be forever entitled, after the dividends have been made as provided in section second, to the second dividends of the net earnings of the railroad of the said company, to an amount not exceeding six per cent, per annum per share, semi-annually”. Como se percebe pela leitura deste parágrafo, não é de um verdadeiro direito de preferência na subscrição de ações que se fala (considerando os moldes contemporâneos deste instituto), ainda assim, podemos vislumbrar insita nesta disposição uma preocupação de tutela dos acionistas da empresa no sentido de lhes ser conferida a possibilidade de adquirirem simultaneamente a qualidade de acionistas preferenciais, arredando-se desta forma o tratamento potencialmente injusto que resultaria de solução diversa que impusesse, por exemplo, que as ações preferenciais a emitir se destinassem apenas aos credores da empresa.

³⁰⁹ HEBERTON EVANS, JR., *The Early History of Preferred Stock* cit., p. 55.

³¹⁰ Que vigorou entre 1833 e 1888, e cuja denominação presta homenagem ao seu autor, José Ferreira Borges.

de sociedade, dava azo a que se discutisse a admissibilidade da figura em estudo ao prever, no seu n.º 12, que aquele devia conter “*todas as mais convenções e pactos lícitos, que determinem especialmente os direitos e obrigações dos sócios entre si e para com terceiros*”.

Ora, não se pronunciando explicitamente sobre os direitos especiais e sobre a sua admissibilidade, considerando o advérbio de modo escolhido, ficou aberta a porta à sua idealização, admitindo-se que fossem previstos no contrato de sociedade outros direitos e obrigações para os sócios que não resultassem já do respetivo regime legal.

Neste contexto deve também ser feita breve menção à Carta de Lei de 22 de junho de 1867³¹¹, que vem admitir expressamente a liberdade de estipulação estatutária de vantagens especiais a favor de determinados sócios e que, na opinião de PAULO OLAVO CUNHA, consubstancia “*preceito precursor*” da norma que viria posteriormente a figurar na seguinte codificação comercial portuguesa³¹².

(ii) Código Veiga Beirão

Seguiu-se o Código Veiga Beirão³¹³, aprovado pela Carta de Lei de 28 de junho de 1888, atual Código Comercial ainda parcialmente em vigor e que tem resistido à sua paulatina erosão. Ao abrigo do artigo 114.º, n.º 6, do Código Comercial³¹⁴, o conteúdo do pacto social deveria especificar “[a]s vantagens especiais que porventura se conferirem a alguns sócios”³¹⁵. Em contraste com o teor da norma presente na codificação comercial que veio substituir, esta disposição trouxe a novidade de se cingir à vertente passiva da participação social, falando apenas em vantagens a conferir a alguns sócios e já não referindo as

³¹¹ Que “estabeleceu em Portugal a regulamentação jurídica da natureza, designação, constituição, liquidação, dissolução e administração das Sociedades Anónimas e ocupou-se também do estabelecimento jurídico em Portugal de sociedades anónimas domiciliadas em país estrangeiro”, cf. MARIA EUGÉNIA MATA, *Sociedades Anónimas: Regulação e Economia*, in Boletim de Ciências Económicas, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Vol. XLI, 1998, p. 347.

³¹² Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., p. 32.

³¹³ Que também ficou conhecido pelo nome do autor do seu projeto, Francisco António da Veiga Beirão.

³¹⁴ Já revogado (pelo DL n.º 454/80, de 9 de outubro, e pelo DL n.º 262/86, de 2 de setembro, este último que aprovou o atual CSC), como de resto, todo o Título II do Código Comercial (artigos 104.º a 223.º), que regulava as sociedades comerciais.

³¹⁵ De acordo com ABÍLIO NETO / CARLOS MORENO (cf. *Código Comercial Anotado*, 2.ª ed., Livraria Petrony, 1976, p. 143), elencavam-se entre os exemplos de direitos especiais que podiam ser criados ao abrigo desta norma o “*quinhão favorecido dos lucros anuais ou até do activo de liquidação*”.

obrigações especialmente determinadas a que aludia o Código Ferreira Borges. Apesar da evolução referida, continuava a não ser explicitamente tratada a questão das ações preferenciais (com ou sem direito de voto), razão pela qual era discutida na doutrina portuguesa a sua admissibilidade à luz deste preceito e dos termos gerais³¹⁶, porém, reitere-se, movíamos-nos ainda no campo do desenvolvimento doutrinário desta questão. De referir também que esta discussão se manteve mesmo após a entrada em vigor da Lei das Sociedades por Quotas, aprovada pela Carta de Lei de 11 de abril de 1901, que se exonerou da responsabilidade de dirimir o conflito interpretativo em apreço ao operar uma simples remissão para o artigo 114.º, n.º 6, do Código Comercial, nos termos do § único do artigo 2.º³¹⁷.

(iii) *Decreto n.º 1645, de 15 de junho de 1915*

Foi apenas com o Decreto n.º 1645, de 15 de junho de 1915³¹⁸, que foram finalmente criadas de modo expresse e inequívoco as ações privilegiadas. Este diploma, que teve por exclusiva missão a criação destas ações, principia por reconhecer ser, à data, “*da maior urgência prover de remédio às dificuldades financeiras dalgumas sociedades anónimas, que estão lutando com grandes embaraços por falta de numerário*”. Uma vez que nesta época o financiamento das sociedades anónimas em Portugal se encontrava ainda num estágio de evolução bastante rudimentar, podendo estas apenas recorrer (de acordo com a letra da lei) a

³¹⁶ A favor da sua admissibilidade pronunciaram-se, entre outros, PINTO COELHO (cf. *Estudo sobre as acções de sociedades anónimas*, Coimbra Editora, 1957, p. 121), que afirma que “[s]e é certo que faltava uma disposição no código que permitisse a criação destas acções – dizia-se – a verdade é que nenhum preceito a proibia e não se pode exigir que as leis indiquem tudo o que é lícito fazer, cumprindo-lhes apenas estabelecer os limites à liberdade de estipulação dos outorgantes”, e também GALVÃO TELLES (cf. *Acções privilegiadas* cit., p. 302), este último Autor, analisando esta disposição conjuntamente com o § 2, do n.º 2, sobre as “*vantagens especialmente concedidas aos fundadores*”, acusava o “*laconismo*” das normas, defendendo no entanto que estas “*consentiam já inequivocamente, em princípio, a emissão de acções privilegiadas*”, ainda que cingisse esta possibilidade ao ato constitutivo da sociedade por defender que “*os privilégios não se podem criar, assim como não se podem destruir, senão pelo consenso unânime dos sócios*”. Contra, por exemplo, vide VISCONDE DE CARNAXIDE, *Sociedades Anonymas*, Coimbra, 1913, p. 97.

³¹⁷ De epígrafe “*Forma e conteúdo do título constitutivo*”.

³¹⁸ Tendo a sua vigência sido suspensa pouco mais de um mês após a sua entrada em vigor, por força da Lei n.º 340, de 30 de julho de 1915, cujo artigo 1.º tinha a seguinte redação: “*É suspenso o decreto n.º 1:645, de 15 de Junho de 1915, sobre sociedades anónimas, até ulterior resolução do Parlamento*”. Viria a ser decretado o fim desta suspensão quase três anos volvidos, por efeito do Decreto n.º 4118, de 18 de abril de 1918, que permaneceu em vigor até ser revogado pelo artigo 3.º, n.º 1, alínea c), do DL n.º 262/86, de 2 de setembro que aprovou o atual CSC, quase 70 anos depois.

emissões de ações ordinárias ou de instrumentos de dívida clássicos, *i.e.* de obrigações, o legislador português sentiu-se forçado a consagrar legalmente uma terceira via de financiamento ao dispor das empresas³¹⁹, assim rezando o artigo 1.º deste diploma: “*As sociedades anónimas podem, por deliberação das assembleias gerais extraordinárias, não havendo nos seus estatutos disposição proibitiva expressa, criar ações privilegiadas, conferindo aos seus possuidores preferência quer sobre os lucros até determinada percentagem, quer sobre o capital, quer sobre ambas as cousas*”. Ficava assim resolvida a questão sobre a admissibilidade das ações privilegiadas, descobrindo-se aqui a sua paternidade legal entre nós. Todavia, como foi discutido pela doutrina nacional, indagava-se ainda da natureza taxativa ou enunciativa da natureza substancial dos privilégios a conceder através destas ações. A favor da possibilidade de criação de vantagens de outra espécie que não as referidas no texto legal pronunciaram-se, entre outros, GALVÃO TELLES³²⁰⁻³²¹ e PINTO COELHO³²², aduzindo argumentos de liberdade de estipulação de cláusulas contratuais assentes na autonomia privada das partes que merecem aplauso e que, em rigor, são válidas atualmente com a mesma (senão mais) expressividade.

Urge chamar a atenção para o facto de que o regime que sobre que agora nos debruçamos, como se vê, cria a figura das ações preferenciais, referindo a título exemplificativo vantagens no domínio patrimonial da sociedade, mas nem por isso faz

³¹⁹ Reconhecendo, contudo, que esta prática estava já assente no tecido empresarial português à revelia da letra da lei, conforme se pode ler na seguinte afirmação: “[a]tendendo a que tam vantajosa se tem mostrado a emissão de ações nas condições expostas que sociedades há que tem feito, não obstante a letra ou as dúvidas de interpretação do Código Comercial”.

³²⁰ Cf. GALVÃO TELLES, *Ações privilegiadas* cit., p. 306, defendendo estar na disponibilidade dos sócios “consignar no título constitutivo de uma sociedade anónima (ou de qualquer outra) os privilégios ou vantagens especiais que bem lhes parecer, sem forçada sujeição às espécies referidas no Decreto n.º 1:645, cuja indicação não possui carácter limitativo ou taxativo”, determinando-se o limite desta liberdade pelo respeito “às disposições de interesse e ordem pública”, sendo seu corolário a impossibilidade de os direitos especiais de uns afetarem “os direitos essenciais dos outros”.

³²¹ Na sedimentação da sua posição, o ilustre Professor invocava o princípio genérico de liberdade contratual vertido no artigo 672.º do já revogado Código Civil de 1867, vulgo Código de Seabra, que dispunha o seguinte: “Os contrahentes podem ajuntar aos seus contractos as condições ou clausulas que bem lhes parecerem. Estas condições e clausulas formam parte integrante dos mesmos contractos e governam-se pelas mesmas regras, excepto nos casos em que a lei ordenar o contrario” – antecessor do princípio da autonomia privada hoje consagrado no artigo 405.º, do CC.

³²² Cf. PINTO COELHO, *Estudo sobre as ações de sociedades anónimas* cit., p. 123, afirmando que: “[a] bem dizer, essas vantagens podem ser de qualquer natureza, pois em tese não há limitação possível dos benefícios a oferecer aos subscritores de certa fracção do capital, desde que respeitem as normas fundamentais, consideradas de interesse e ordem pública, que enquadram as estipulações dos outorgantes em matéria de sociedades, como a que condena as chamadas cláusulas leoninas”.

depende a atribuição destas vantagens da privação dos direitos de voto destas ações. Contudo, este diploma não deixou passar em claro a possibilidade de serem estabelecidas vantagens também no domínio político da sociedade. Previa o § 1.º do artigo 1.º a admissibilidade de estipulação estatutária no sentido do estabelecimento de relação de desproporcionalidade entre o capital detido pelos acionistas e os direitos de voto que lhe eram conferidos (uma clara afronta, como se vê, ao atualmente vigente princípio *one share one vote*), consagrando assim entre nós a figura do voto plural³²³.

Por seu turno, tinha a seguinte redação o respetivo § 2.º deste artigo: “*Havendo numa sociedade anónima acções privilegiadas, cujos direitos sejam modificados por uma assembleia geral, a decisão dessa assembleia só será definitiva se for confirmada por outra assembleia privativa dos accionistas possuidores daquelas acções*”. Apesar deste Decreto não falar em categorias de ações, figura que à data inexistia com assento legal, conforme defende PAULO OLAVO CUNHA, parece-nos que do seu regime “*resulta que os titulares de acções com um mesmo privilégio formavam uma categoria de accionistas, para organizadamente intervirem sempre que fossem postos em causa os seus direitos especiais*”³²⁴, o que nos leva a crer que se manifesta aqui o embrião das atuais assembleias especiais de acionistas (artigo 389.º)³²⁵. Note-se, ainda assim, que este Decreto não teve o acerto suficiente para

³²³ Tema que já aflorámos e para o qual remetemos (*vide* o ponto 2.2.3(v) *supra*). Quanto a este aspeto, aproveitamos para tecer um breve comentário quanto à posição de GALVÃO TELLES (cf. *Acções privilegiadas* cit., p. 305), que afirmava que “*o Decreto esclareceu a possibilidade de se criarem, pelo consenso unânime dos sócios, acções de voto plural*”. Tratando-se de solução de pouca utilidade prática, porquanto falamos de questão já debelada pela proibição atual do voto plural (artigo 384.º, n.º 5) – privilégio que subsiste hoje apenas sob a alçada do artigo 531.º –, apraz-nos não obstante dizer que não encontramos no referido Decreto razão pela qual se deva concluir pela necessidade de aprovação por unanimidade da criação destas ações. Com efeito, o artigo 2.º deste Decreto mandava observar o disposto no (já revogado) artigo 181.º, do Código Comercial, que apenas versava sobre a convocação das assembleias, nada dizendo sobre aprovação de deliberações por unanimidade dos votos. Por outro lado, considerando o espírito deste diploma, que procurou favorecer os novos investidores e promoveu a agilização de processos e a prontidão de remédios, parece-nos que seria contraproducente exigir a aprovação por unanimidade da deliberação de alteração dos estatutos, que, na letra da lei, se queria permitir “*desde já*”. Parece-nos ainda corroborar indiretamente esta linha de pensamento o disposto no artigo 2.º do Decreto n.º 4118, de 18 de abril de 1918, com a seguinte redação: “*Quando, porém, os representantes de três quartas partes do capital emitido se opuserem à criação de acções privilegiadas, esta não poderá ter lugar sem que por sentença judicial, com trânsito em julgado, se reconheça a necessidade da criação dessas acções para evitar a suspensão da laboração fabril, ou redução da actividade comercial*” (aflora-se aqui, como se vê, uma ideia de maioria qualificada, e não de unanimidade). Tratando-se de questão derivada daquela que já abordámos a respeito da supressão ou coartação de direitos especiais (*vide* o ponto 3.1.3(ii) *supra*), reiteramos o que então afirmámos no sentido de, no caso das sociedades anónimas, esta supressão ou coartação carecer apenas de maioria qualificada, e já não de consenso unânime.

³²⁴ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., p. 34.

³²⁵ *Vide* o ponto 3.1.3 *supra*.

deixar igualmente resolvida a questão da maioria por que deveria ser aprovada a deliberação em assembleia “privativa”³²⁶, o que suscitou, naturalmente, discussões na doutrina portuguesa.

(iv) DL n.º 598/73, de 8 de novembro

O DL n.º 598/73, de 8 de novembro, que constituiu “um novo passo no esforço da modernização do direito das sociedades comerciais”³²⁷, procedeu à criação de um regime especial para a fusão e cisão de sociedades comerciais, assim revogando o correspondente fragmento do Código Comercial (artigos 124.º a 127.º). Este regime legal, que à primeira vista não quadra diretamente com o tema ora em apreço, traz consigo uma solução inovadora e que vem alterar o panorama das assembleias especiais de acionistas que vimos terem sido consagradas legalmente entre nós no início do séc. XX.

Com efeito, este diploma vem, no seu artigo 6.º, n.º 4, a propósito da deliberação de fusão, prever a seguinte regra: “*Se alguma das sociedades participantes tiver várias categorias de ações, a deliberação de fusão da respectiva assembleia geral só é eficaz depois de aprovada pela assembleia especial de cada categoria, que se constitui e delibera, feitas as devidas adaptações, nos termos do n.º 2*”. Já quanto ao n.º 2 deste mesmo preceito, era imposto que, no caso das sociedades anónimas, a deliberação fosse necessariamente tomada por “*maioria de dois terços dos votos emitidos, não se contando as abstenções*”, prevendo-se também um quórum constitutivo de dois terços do capital social, em primeira “*convocação*”, e de um terço em segunda – sem prejuízo da possibilidade destes quóruns (constitutivo e deliberativo) poderem ser agravados pela lei ou pelos estatutos ou de se serem prescritos “*outros requisitos*”.

Este regime consubstancia desta forma avanço significativo em matéria de categorias de ações e de assembleias especiais de acionistas. Prevendo-se expressamente a figura das categorias de ações e das assembleias especiais, indo assim mais longe do que o Decreto

³²⁶ Merecendo atenção própria, conforme disso demos nota (*vide* a nota n.º 323 *supra*), questão relacionada com esta por parte do artigo 2.º do Decreto n.º 4118, de 18 de abril de 1918, onde se previa que o superior interesse da sociedade, ainda que declarado por sentença judicial, pudesse sobrepor-se à oposição à criação de ações privilegiadas expressa por deliberação aprovada por votos que representassem 75% do capital da sociedade.

³²⁷ Tal como se pode ler no n.º 1 do respetivo enunciado preambular.

n.º 1645, de 15 de junho de 1915, este regime legal tem a particularidade de “desbravar” o intricado e controverso terreno em que se discutia a admissibilidade da criação das ações privilegiadas. Pela primeira vez eram reconhecidas por texto legal as categorias de ações e logo para estabelecer que os respetivos acionistas, reunindo em assembleias especiais, deliberavam sobre os assuntos que lhes eram submetidos formulando a sua vontade coletiva através de uma maioria qualificada de dois terços. Foi, por isso, com alguma naturalidade (parece-nos) que desta norma se extraiu o critério padrão para o funcionamento das assembleias especiais de acionistas³²⁸.

(v) *Projeto do Código das Sociedades*

Largos anos volvidos desde a entrada em vigor do Decreto n.º 1645, de 15 de junho de 1915, que criou as ações privilegiadas, como vimos, e mais ainda desde o surgimento do diploma legal que veio batizar as sociedades anónimas em Portugal, *i.e.* a Lei de 22 de junho de 1867³²⁹, foi com a publicação do Projeto do Código das Sociedades³³⁰, em 1983³³¹, que se deu início ao advento normativo do regime das ações preferenciais que viria a dar origem ao regime legal atualmente em vigor.

Antes de falarmos do tratamento das ações preferenciais no Projeto do Código das Sociedades impõe-se que seja analisada a disposição geral dedicada aos direitos especiais. Assim, no artigo 26.º deste Projeto³³², de epígrafe “*Diretos especiais*”, previa-se no respetivo n.º 1 exatamente a mesma norma que chegou aos dias de hoje, exigindo-se que a criação de direitos especiais resultasse de estipulação no contrato de sociedade. Para além desta regra geral, eram também dedicadas normas especiais aos diferentes tipos de sociedades, ainda que

³²⁸ Neste sentido, por exemplo, PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., p. 36: “Esta solução seria, então, aplicável por analogia a todas as deliberações de assembleias especiais sempre que estivesse em causa um direito de categorias de acções”.

³²⁹ Cf. MARIA EUGÉNIA MATA, *Sociedades Anónimas* cit., p. 358: “Até à publicação da lei de 22 de Junho de 1867 as associações de capitais com responsabilidade limitada para o seus accionistas eram designadas em Portugal pela expressão *Companhias de Comércio* que lhe tinha ido atribuída pelo Código Comercial Português de 1833 e a sua criação estava sujeita a autorização governamental”.

³³⁰ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., p. 37: “elaborado pelo Professor Raúl Ventura (e revisto por uma comissão que integrava, para além do redactor, o Professor Fernando Olavo e o Dr. António Caeiro)”.

³³¹ Cf. BMJ, n.º 327, junho, 1983, pp. 43-339.

³³² Que apenas continha quatro números, e não os seis que atualmente se contam nesta disposição.

de modo diverso ao que se faz atualmente. Não obstante, na senda da evolução protagonizada pelo DL n.º 598/73, de 8 de novembro, mereceram referência expressa as categorias de ações³³³, no respetivo n.º 2³³⁴, que, estando ainda ligeiramente distante da redação atual do artigo 26.º, n.º 4, já determinava que os direitos especiais neste tipo de sociedades andassem ligados às categorias de ações e não às pessoas dos acionistas.

A substância do restante conteúdo desta disposição era já bastante semelhante àquela que encontramos hoje presente artigo 26.º, ressaltando-se algumas diferenças de redação e organização estrutural³³⁵. A grande diferença entre a disposição que ora se analisa e o atual artigo 26.º está, desta forma, na omissão do respetivo n.º 6, não se pronunciado esta obra sobre a especialidade do consentimento para a supressão ou coartação de direitos especiais no caso das sociedades anónimas. Todavia, nem por isso deixava de prever expressamente a figura das assembleias especiais de acionistas, no artigo 390.º – que chega quase incólume aos nossos dias³³⁶.

Já quanto à matéria das ações preferenciais, a primeira nota digna de ênfase reporta-se ao facto deste Projeto não prever sequer a figura das ações preferenciais sem direito de voto. De facto, dedicava-se um preceito às ações preferenciais remíveis (artigo 328.º), mas não mereceram lugar próprio neste Projeto as ações preferenciais sem direito de voto. Era, pois, na disposição referente às ações preferenciais remíveis que se centrava o regime das ações preferenciais. Face ao silêncio deste Projeto quanto a este tipo de ações preferenciais, e face também à inexistência de qualquer referência aos direitos de voto no preceito das ações

³³³ Previstas no artigo 290.º deste Projeto e que corresponde, sem mácula, ao atual artigo 302.º.

³³⁴ Com a seguinte redação: “*Nas sociedades anónimas, só às categorias de acções podem ser atribuídos direitos especiais*”.

³³⁵ Nomeadamente pelo facto de se condensarem num único número as normas especiais quanto aos direitos especiais conferidos nas sociedades em nome coletivo e nas sociedades por quotas.

³³⁶ Identificando-se como única transformação entre este preceito e o atual artigo 389.º o facto de ter sido eliminada do respetivo n.º 1 a palavra “*accionistas*” (por referência aos titulares de ações especiais).

preferenciais remíveis³³⁷, indagava-se a licitude da criação de ações preferenciais que comportassem a privação do direito de voto³³⁸.

Em matéria de direitos especiais políticos nas sociedades anónimas, conforme identifica PAULO OLAVO CUNHA, proibía-se a concessão de direitos especiais à administração “*a certos accionistas*” e, por força do artigo 396.º, n.º 2, deste Projeto, era também impossível conferir às ações “*o direito de designar um ou mais administradores*”³³⁹. Ora, como vimos a propósito da origem histórica das ações preferenciais³⁴⁰, este direito especial de designação de administradores é concebível como um dos privilégios políticos que podem ser associados às ações preferenciais, dependendo a sua atribuição, na nossa opinião, da maior emergência de capital sentida pela sociedade emitente e do (consequente) maior poder negocial (*bargaining power*) do investidor que se predispõe a capitalizar a sociedade através da subscrição de ações preferenciais – que poderá exigir pela sua entrada no capital da sociedade uma influência efetiva no seu conselho de administração com vista a melhor acompanhar e controlar os destinos da sociedade que, em última análise, coincidem com os destinos do seu dinheiro.

Foi apenas com o atual CSC que as ações preferenciais sem direito de voto ganharam dignidade legal³⁴¹, sendo consagrados nos artigos 341.º a 344.º da sua versão original³⁴²,

³³⁷ Tinha a seguinte redação o artigo 328.º, n.º 1, deste Projeto: “*Se o contrato de sociedade o autorizar, as acções que beneficiem de algum privilégio patrimonial podem na sua emissão ficar sujeitas a remição ou em data fixa ou quando a assembleia geral o deliberar*”. Em contraste com o atual artigo 345.º, n.º 1, vê-se que se fazia seguir à identificação de um eventual privilégio patrimonial a expressão “*ainda que não tenham direito de voto*”.

³³⁸ A respeito desta dúvida na interpretação do Projeto do Código das Sociedades pronuncia-se PAULO OLAVO CUNHA (cf. *Os Direitos Especiais* cit., p. 39) afirmando que: “*não encontramos no Projecto de Código das Sociedades razões que nos permitissem concluir, no silêncio da lei, pela proibição dessas acções. Elas seriam possíveis não só como exercício da autonomia privada dos sócios, mas também com base nas disposições gerais do art. 26º (n.ºs 1 e 2) e 290º*”.

³³⁹ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., p. 39, comentando a opção tomada pelo Professor Raúl Ventura com a seguinte fundamentação: “*Certamente «avisado» pelo disposto no § 101 Abs. 2 da AktG, que consagra o Entsprechungsrecht (direito de nomeação), o Professor Raúl Ventura quis que ficasse claro que na sociedade anónima a designação de administradores não deveria ficar dependente de um determinado accionista ou de um accionista determinável*”.

³⁴⁰ Vide o ponto 4.1 *supra*.

³⁴¹ Iniciativa que leva VIEIRA PERES (cf. *Acções preferenciais sem voto*, RDES, Ano XXX (1988), 4, p. 330) a declarar que este tipo de ações preferenciais “*são, sem dúvida, uma das grandes inovações do Código das Sociedades Comerciais*”.

³⁴² Disposições que até hoje mantêm intactas as respetivas epígrafes legais, versando sobre as mesmas particularidades do regime que visavam tutelar à época.

ainda que de forma rudimentar, o regime legal típico que disciplina entre nós a realidade contemporânea destas ações preferenciais. Ao estudo deste regime legal dedicaremos uma secção autónoma na presente dissertação³⁴³, pelo que não se justifica que estejamos aqui a desenvolvê-lo. Sem embargo, apraz-nos comentar brevemente o seu surgimento para evidenciar que, foi com este regime legal, e apenas com ele³⁴⁴, que em Portugal se introduziu a ideia de que as ações preferenciais que atribuíssem um privilégio de índole patrimonial com a configuração do dividendo prioritário deveriam, imperativamente, ser privadas de direito de voto – o que contraria a génese desta figura –, imposição que foi agora revertida³⁴⁵, passadas mais três décadas sobre a entrada em vigor do CSC.

4.2 As ações preferenciais sem direito de voto noutros ordenamentos jurídicos

4.2.1 Enquadramento

Concluído o preâmbulo histórico do presente capítulo, cabe agora passar breve revista sobre a figura das ações preferenciais noutros ordenamentos jurídicos antes de nos dedicarmos ao estudo do “renovado” regime das ações preferenciais sem direito de voto consagrado na lei portuguesa.

Desta forma, de maneira sucinta e sem a pretensão de sermos exaustivos ou de com este ponto empreendermos um verdadeiro estudo de Direito Comparado, trataremos de abordar rapidamente dois dos ordenamentos jurídicos continentais de maior interesse para, num momento final, dedicarmos curtos parágrafos aos dois principais sistemas de *Common Law*.

4.2.2 Alemanha

No ordenamento jurídico alemão a disciplina legal das sociedades anónimas encontra-se prevista na AktG (*Aktiengesetz*), contendo este diploma o regime das ações preferenciais sem direito de voto (*Vorzugsaktien ohne Stimmrecht*) na parte referente à

³⁴³ Vide o ponto 4.3 *infra*.

³⁴⁴ Note-se que na versão originária do CSC não constava ainda a referência aos direitos de voto na disposição legal que regula as ações preferenciais remíveis, expressão que apenas recentemente foi introduzida com o DL 26/2015.

³⁴⁵ Vide o ponto 4.4.3 *infra*.

constituição das sociedades anónimas, em concreto na quarta secção (*Vierter Abschnitt*), sexta subsecção (*Sechster Unterabschnitt*), entre o § 139 e o § 141.

Neste ordenamento jurídico os direitos especiais, em regra, são atribuídos a ações, sendo estas preferenciais (*Vorzugsaktien*) em função dessa atribuição e organizando-se por categorias de acordo com a semelhança do conteúdo dos direitos que lhes estão associadas³⁴⁶.

Para além disso, o regime aplicável aos direitos especiais tanto pode advir da cláusula geral de autonomia privada reconhecida quanto à conformação do conteúdo dos estatutos (§ 23, Abs. 5)³⁴⁷ e das normas que regem as categorias de ações (§ 23, Abs. 3, n.º 4)³⁴⁸, ou, alternativamente, resultarem já de regime típico legal, como são disso exemplo as ações preferenciais sem direito de voto (§ 139 a § 141)³⁴⁹.

Quanto ao regime legal das ações preferenciais sem direito de voto, que representam as ações privilegiadas de maior exposição³⁵⁰, como se referiu, não é muito extenso, bastando-se com a descrição da natureza desta modalidade de ações no § 139 (*Wesen*), com a regulação dos direitos que lhes inerem no § 140 (*Rechte der Vorzugsaktionäre*), e ainda com a revogação ou restrição dos direitos no § 141 (*Aufhebung oder Beschränkung des Vorzugs*).

Importa desde logo salientar que, de acordo com o disposto no § 139, Abs. 1, estas ações conferem um direito preferencial na distribuição dos lucros, quer sob a forma de dividendos ou de lucros de liquidação, e não atribuem direitos de voto. Por sua vez, por força do § 139, Abs. 2, estas ações só podem ser emitidas até ao limite máximo correspondente de 50% do respetivo capital social. Note-se, no entanto, que a AktG não fixa um limite mínimo para o dividendo a atribuir a estas ações.

De acordo com o § 140, Abs. 1, as ações preferenciais sem direito de voto conferem aos seus titulares todos os direitos normalmente reconhecidos aos acionistas, com exceção do direito de voto. Por sua vez, este dividendo prioritário é cumulativo nos termos do § 140,

³⁴⁶ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., p. 50.

³⁴⁷ Que, de forma genérica, permite que o conteúdo do contrato de sociedade inclua todas as previsões que não forem contrariadas pela AktG.

³⁴⁸ Norma que impõe também que o contrato de sociedade especifique os direitos concedidos às ações e o número de ações de cada categoria.

³⁴⁹ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., p. 50.

³⁵⁰ *Idem*, p. 55.

Abs. 2, o que significa que se este não for pago, na íntegra ou em parte, durante dois anos os acionistas “*recuperam*” os direitos de voto até que aquele seja pago. Acrescente-se também que, conforme explica PAULO OLAVO CUNHA, a “*supressão ou limitação de um privilégio existente e a criação de acções privilegiadas em vida da sociedade, tal como qualquer outra modificação dos estatutos, têm de ser deliberadas pela assembleia geral (§ 179 Abs. 1 Satz 1), por uma maioria de, pelo menos, três quartos do capital social representado (§ 179 Abs. 2 Satz 2)*”³⁵¹.

4.2.3 Espanha

No ordenamento jurídico espanhol, desde 2010 que a disciplina legal aplicável às *sociedades de responsabilidad limitada* e às *sociedades anónimas* passou a estar concentrado na LSC (*Ley de Sociedades de Capital*). Este diploma veio assim proceder à unificação dos regimes daqueles dois tipos de sociedades comerciais, que antes gozavam de regimes próprios autónomos, respetivamente, a *Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada* e a *Ley de Sociedades Anónimas*.

Ao abrigo da LSC, as *acciones sin voto* gozam de um regime tipificado nos termos dos artigos 98 a 102, aplicável a ambos os tipos de sociedades referidos no parágrafo anterior. De acordo com o artigo 98, que regula a emissão destas ações, as sociedades anónimas poderão emitir estas ações até 50% do capital social pago, sendo que, como a própria denominação indica, não conferem direito de voto.

Por força do artigo 99, n.º 1, estas ações gozam de um *dividendo preferente* anual mínimo, fixo ou variável, de acordo com o que for estipulado pelos estatutos, sendo que não é estabelecida neste diploma uma expressão quantitativa mínima para aquele dividendo, ficando assim esta estipulação na disponibilidade da sociedade³⁵².

³⁵¹ Idem, p. 56.

³⁵² Importa aqui salientar que este regime consubstancia uma das inovações da LSC, uma vez que na vigência da LSA era estabelecido no seu artigo 91, n.º 1, um dividendo mínimo de 5% do capital pago por cada ação. Neste sentido vide GUILLERMO PESO DE OJEDA, *Las Acciones Sin Voto*, in Contratos sobre Acciones: en homenaje a Frederico Pérez Padilla y Yanci, AA. VV., Civitas, Madrid, 1994, p. 256.

Nos termos desta norma, uma vez pago o dividendo preferencial, cujo pagamento é obrigatório nos termos do n.º 2 se existirem lucros distribuíveis³⁵³, estes acionistas têm direito ao mesmo dividendo que for pago às ações ordinárias. Por sua vez, nos termos do n.º 3, este dividendo é cumulativo, devendo ser pago, na falta de os lucros distribuíveis em quantidade suficiente, nos cinco exercícios seguintes.

Nos termos do artigo 100, estas ações gozam de direitos especiais em casos de redução de capital para cobertura de perdas, gozando de um direito preferencial na liquidação da sociedade, pelo valor pago pela ação, nos termos do artigo 101.

Em matéria de direitos sociais, e de acordo com o artigo 102, n.º 1, “*las acciones sin voto atribuirán a sus titulares los demás derechos de las ordinarias, salvo lo dispuesto en los artículos anteriores*”. Por sua vez, qualquer alteração estatutária que seja direta ou indiretamente lesiva para o conteúdo destas ações está, nos termos do artigo 103, sujeita a deliberação aprovada maioria em assembleia especial de acionistas.

4.2.4 As ações preferenciais nos principais sistemas de *Common Law*

Uma vez que já foi dada grande ênfase às *preferred stock* a propósito do nascimento da figura no continente norte-americano³⁵⁴, interessa agora vermos rapidamente o enquadramento destas ações no MBCA (*Model Business Corporation Act*)³⁵⁵.

Quanto a este diploma interessa, no essencial, no âmbito do Capítulo n.º 6 (*Shares and Distributions*), analisar o disposto no § 6.01. que versa sobre as ações que são admitidas ao abrigo deste diploma. Assim, e de acordo com os comentários oficiais deste diploma: “*Section 6.01(a) requires that the articles of incorporation prescribe the classes and series of shares and the number of shares of each class and series that the corporation is authorized to issue. If the articles of incorporation authorize the issue of only one class of shares, no designation or description of the shares is required, it being understood that these shares*

³⁵³ Idem, p. 257: “*Por beneficios distribuibles há de entenderse tanto los beneficios del ejercicio como los que procedendo de ejercicios anteriores constituyan recursos de libre disposición*”.

³⁵⁴ Vide o ponto 4.1.1 *supra*.

³⁵⁵ Sobre o MBCA vide o ponto 2.1.1(i) *supra*.

have both the power to vote and the power to receive the net assets of the corporation upon dissolution”.

Desta forma, é expressamente previsto, nos termos do n.º 1 desta *Section*, que os estatutos de uma sociedade possam autorizar uma ou mais categorias ou séries de ações a ser dotadas “*special, conditional, or limited voting rights, or no right to vote, except to the extent otherwise provided by this Act*”³⁵⁶. Por seu turno, o n.º 3 desta disposição prevê que as ações de uma sociedade possam conferir aos seus titulares direitos sobre as distribuições de lucros “*calculated in any manner, including dividends that may be cumulative, noncumulative, or partially cumulative*”.

Ora, da leitura destes preceitos, e respetivos comentários, e como outra coisa não seria de esperar de um mercado de capitais com o grau de desenvolvimento como o norte-americano, a pedra de toque é claramente a liberdade de estipulação. Assim, respeitados os limites estabelecidos no MBCA, podem as sociedades conformar as ações que oferecem ao mercado como bem lhes aprouver, combinando as características aludidas com uma amplíssima margem de discricionariedade.

Por sua vez, no Reino Unido o principal diploma normativo no plano do Direito das Sociedades é o *Companies Act 2006 (Chapter 46)*. No entanto, e visto que este é um ordenamento jurídico historicamente descodificado, este diploma é ainda menos “impositivo” que o seu parente norte-americano. Em concreto, interessa a esta matéria o disposto na Parte 17 (*A Company’s Share Capital*), Capítulo 1 (*Shares And Share Capital Of A Company*). Na *Section 540* são tratadas as ações e na *Section 541* a sua natureza, mas sem detalhe algum que se diga poder impor um conteúdo predeterminado ao que será uma ação preferencial.

³⁵⁶ A propósito das *voting shares*, explicam os comentários oficiais à norma que “*Any class or series of shares may be granted multiple or fractional votes per share without limitation*”.

4.3 O “renovado” regime das ações preferenciais sem direito de voto

4.3.1 Enquadramento

(i) *As principais funções das ações preferenciais sem direito de voto*

Como temos vindo a afirmar e, de resto, como é evidenciado pela sua própria história, as ações preferenciais sem direito de voto situam-se no amplo espectro dos meios de financiamento das sociedades anónimas num lugar próprio, balizadas pelas suas características específicas e pelas finalidades que, em regra, lhe são inatas. Tratando-se de instrumento de financiamento vocacionado para o suprimento de necessidades de capital, isto leva a que sejam vulgarmente utilizadas como meio de captação de fundos junto de investidores externos³⁵⁷.

Aliás, como vimos, procede da sua própria origem a missão de socorro às sociedades em dificuldades financeiras que, confrontadas com a escassez de recursos e a falta de alternativas de financiamento (nomeadamente por indisponibilidade financeira ou falta de vontade em investir por parte dos respetivos acionistas), se sentem impelidas a cativar novos investidores aliciando-os com vantagens de índole financeira de elevado rendimento que tornem estas ações preferenciais oportunidades de investimento apetecíveis por contraposição às ações ordinárias³⁵⁸.

Este tipo de ações preferenciais, que encerram particularidades ímpares que as distanciam das ações ordinárias, permitem às sociedades emitentes compatibilizar os diferentes interesses dos seus vários acionistas³⁵⁹. Assim, não é de estranhar que se diga que estas ações preferenciais podem simultaneamente ser apazíveis para acionistas investidores, atraídos pelo privilégio patrimonial que lhes inere, e acionistas empresários, que veem a sociedade ser capitalizada sem que com isso seja beliscada a relação de poderes quanto ao capital de controlo. De facto, aqueles primeiros acionistas estão frequentemente

³⁵⁷ Neste sentido, VIEIRA PERES, *Acções preferenciais* cit., p. 337: “são um instrumento de aumento e abertura do capital com estabilidade do poder”.

³⁵⁸ Tal como já constatava RAÚL VENTURA (cf. *Acções preferenciais* cit., p. 421), afirmando que “[o]s direitos patrimoniais que lhes são inerentes aliciam investidores, que talvez não fossem atraídos pelas perspectivas de investimento em ações ordinárias”.

³⁵⁹ Cf. CARLOS OLAVO, *O dividendo prioritário nas acções preferenciais sem voto*, in *O Direito*, III-IV, Ano 127 (1995), p. 371.

desinteressados do governo da sociedade, sendo comum que nem sequer façam uso do direito de participação que lhes assiste em função da sua qualidade de acionista, naquilo a que vulgarmente se entende ser um fenómeno de absentismo nas sociedades anónimas modernas³⁶⁰.

Também não é estranha às ações preferenciais sem direito de voto a função de blindagem da sociedade contra aquisições hostis por parte de investidores externos³⁶¹. Não se identificando cabalmente com a função a que fizemos referência nos últimos parágrafos, têm ambas em comum o facto de residir na privação dos direitos de voto a chave para a manutenção do controlo da sociedade pelos acionistas que já integram a sociedade à data da respetiva emissão.

Esta última função reveste-se, porém, de especial melindre, como melhor estudaremos adiante³⁶². É que, se por um lado se pode dizer que num cenário idílico não será afetada a estrutura de controlo da sociedade, a verdade é, por outro lado, que se revela perniciosa esta ferramenta porquanto numa situação de incumprimento da sociedade perante os acionistas preferenciais será precisamente através das ações preferenciais que se abrirá a porta ao desfecho que se quis evitar com a sua emissão.

(ii) *O contexto do DL 26/2015*

Reveste-se de incontornável preponderância para a nossa dissertação a antepenúltima alteração ao CSC³⁶³, promovida pelo DL 26/2015 há pouco mais de dois anos. Sobre este

³⁶⁰ Neste sentido BRUCK LACERDA, *Acções preferenciais sem voto uma abordagem da atual realidade portuguesa*, in Estudos em memória ao Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches, Vol. II, Direito Privado, Processual e Criminal, Almedina, 2011, pp. 651-652.

³⁶¹ Cf. PAULO LOPES MARCELO, *A Blindagem da Empresa Plurissocietária*, Almedina, 2006, p. 42, e ELDA MARQUES, anotação ao artigo 341.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. V, p. 613.

³⁶² Vide o ponto 4.3.4 *infra*.

³⁶³ Que, após a entrada em vigor da alteração promovida pelo DL 26/2015, sofreu ainda novas modificações por força do DL 98/2015, de 2 de junho (que alterou os artigos 32.º, 66.º, 295.º e 451.º) – em função da transposição para o Direito nacional da Diretiva n.º 2013/34/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa às demonstrações financeiras anuais, às demonstrações financeiras consolidadas e aos relatórios conexos de certas formas de empresas – e da Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro (que alterou o artigo 413.º) – tendo aprovado o Regime Jurídico da Supervisão de Auditoria, transpondo a Diretiva 2014/56/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, que altera a Diretiva 2006/43/CE relativa à revisão legal das contas anuais e consolidadas, e assegura a execução, na ordem jurídica interna, do Regulamento (UE)

diploma é mister esclarecer que não trata apenas de alterar algumas das normas do CSC, comportando de igual sorte uma revisão ao regime jurídico do Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial (SIREVE), aprovado pelo DL n.º 178/2012, de 3 de agosto, e alterando também pontualmente o CIRE, em concreto, o seu artigo 17.º-F, n.º 3, em matéria de Processo Especial de Revitalização (PER). Estas modificações surgem assim emparelhadas, uma vez que foi objetivo do DL 26/2015 adaptar o regime do SIREVE à figura do PER. Ainda que não caiba dentro dos limites do escopo do nosso estudo o desenvolvimento das alterações no plano do SIREVE e do PER, a referência meramente incidental aos problemas que lhes estão afetos é inevitável neste ponto.

O DL 26/2015 surge na sequência do Programa de Assistência Económica e Financeira³⁶⁴ a Portugal, e, imbuído desse espírito, procurou fundamentalmente promover a criação de um contexto socioeconómico que fomentasse a aceleração do crescimento da economia portuguesa, a par da “*consolidação, reestruturação e criação de empresas, potenciando a renovação do tecido empresarial português*”³⁶⁵. É, pois, com este rol de objetivos na mira, que o DL 26/2015 se debruça sobre os regimes das ações preferenciais sem direito de voto (artigos 341.º e ss.) e das obrigações (artigos 348.º e ss.) para introduzir modificações no quadro legal destes valores mobiliários com o fito de estimular a sua procura por parte dos investidores em mercados de capitais. Neste sentido, este diploma assumiu expressamente a sua intenção em “*alargar as opções de financiamento através de instrumentos híbridos*” (leia-se, através de ações preferenciais), bem como o propósito de “*facilitar a emissão de obrigações como alternativa ao financiamento bancário*”³⁶⁶.

n.º 537/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo aos requisitos específicos para a revisão legal de contas das entidades de interesse público.

³⁶⁴ Concluído em 30 de junho de 2014, o mais recente “resgate” do Estado português foi negociado em maio de 2011, entre as autoridades portuguesas, por um lado, e o Banco Central Europeu, a Comissão Europeia, e ainda o Fundo Monetário Internacional (conjunto de entidades que ficara conhecido como a *troika*). Este programa, que consistiu no pacote de assistência financeira ao Estado português num montante que ascendeu aos 78 mil milhões de euros, “*visava o restabelecimento da confiança dos mercados financeiros internacionais e a promoção da competitividade e do crescimento económico sustentável*”, tendo assentado em três pilares fundamentais: consolidação orçamental, estabilização do sistema financeiro e transformação ao nível estrutural da economia portuguesa (cf. informação constante no website do Banco de Portugal, disponível em <https://www.bportugal.pt/page/programa-de-assistencia-economica-e-financeira>).

³⁶⁵ Conforme se pode ler no preâmbulo do DL 26/2015.

³⁶⁶ Idem.

Numa primeira aproximação, diga-se de passagem que as alterações ao regime das ações preferenciais sem direito de voto se fizeram através de três vetores principais³⁶⁷⁻³⁶⁸, a saber: pela modificação das normas em sede de dividendo prioritário e da falta do seu pagamento, pela previsão de um inovador regime excecional àquelas normas e, finalmente, naquela que é para nós a chave da alteração ao CSC pelo DL 26/2015, pela introdução de uma cláusula geral de emissão de ações preferenciais atípicas.

No que nos apraz dizer a este respeito, é de aplaudir a iniciativa legislativa tomada ainda que, como veremos, nem sempre tenha sido inteiramente acertada a intervenção do legislador. Ademais, para além de não ter sido infalível esta revisão assumidamente cirúrgica, como veremos, casos há em que se pode até dizer que o DL 26/2015 não mergulhou tão fundo quanto poderia, deixando por aperfeiçoar alguns dos contornos do regime das ações preferenciais sem direito de voto que não ficaram cabalmente “polidos”.

Encontrado o mote do estudo que ora empreenderemos, passamos a desenvolver, de seguida, a matéria das ações preferenciais sem direito de voto no Direito português, regime a que dedicamos especial enfoque uma vez que se trata do regime típico de ações preferenciais a que o legislador oferece maior tributo e que, para nós, se concebe como o cerne legal daquelas.

4.3.2 Da criação de ações preferenciais sem direito de voto

(i) *Quanto à sua emissão*

Começando pela leitura do artigo 341.º, n.º 1, rapidamente se percebe que o legislador faz depender a faculdade de emissão destas ações preferenciais da existência de

³⁶⁷ Não ignorando outras alterações pontuais a que procede, como acontece, por exemplo, em matéria de ações preferenciais remíveis (cf. ponto 4.4.2 *infra*).

³⁶⁸ O DL 26/2015 compreende também uma alteração sistemática ao CSC, desta feita, apenas para alterar o *nomen iuris* destas ações que passam agora a ser *ações preferenciais sem direito de voto*, quando antes apenas eram desprovidas de voto. É aliás curioso notar que o próprio DL 26/2015 parece não estar habituado à ideia de que se tratam de ações sem direito de voto, na medida em que no seu preâmbulo continua a referir-se a “*ações preferenciais sem voto*”. Trata-se, a nosso ver, de alteração sem valor semântico e portanto inócua quanto à conformação do regime legal em apreço – a diferença entre as expressões poderá suscitar querelas no plano da natureza jurídica do direito de voto, mas não nos parece que por aqui se tenha efetivamente veiculado qualquer alteração no regime destas ações preferenciais.

“autorização” para o efeito vertida no contrato de sociedade³⁶⁹. Mas esta autorização conhece limites, não sendo possível prever no contrato de sociedade que se possam efetuar emissões deste tipo de ações preferenciais que, no total, ultrapassem a metade do capital social da sociedade emitente.

Logo aqui cabe sinalizar o papel do DL 26/2015 nesta norma para dizer que, para além do reflexo linguístico da alteração sistemática que já comentámos (cf. nota n.º 368), parece ser clara a intenção legislativa em reforçar a ideia de que estamos perante um instrumento de raízes infiltradas no campo dos capitais próprios, sem embargo da sua natureza híbrida, que adiante analisaremos com maior detalhe³⁷⁰. Este é, na nossa opinião, o sentido útil a retirar da adição do termo “*social*” no final da norma. Na medida em que se revela inequívoca a ideia de que é do capital social da emitente de que se fala, como sempre se entendeu e sem que se suscitassem sérias quezílias sobre o assunto, é apenas no plano dogmático que reconhecemos significado a esta pequena alteração.

Sendo certo que é de capital social que se fala, cumpre ainda fazer um breve reparo a respeito do parâmetro eleito pelo legislador para a mensuração do peso das ações preferenciais sem direito de voto dentro de uma sociedade. OSÓRIO DE CASTRO defende não obstar à emissão de ações preferenciais sem direito de voto, até àquele limite, o facto de poder o capital social encontrar-se “*por liberar e haja inclusive mora na realização das entradas*”³⁷¹. Já foi por esta altura sobejamente reiterado que, em regra, as ações preferenciais destinam-se a captar novos fundos e que estes normalmente chegam de investidores externos, no caso em que se trate de aumento de capital por novas entradas³⁷². Sucede que por força do

³⁶⁹ Conforme indica OSÓRIO DE CASTRO (cf. *Acções Preferenciais sem Voto*, in Problemas do Direito das Sociedades, AA. VV., IDET, Almedina, 2002, p. 286), deve ainda ser tido em conta o condicionalismo que decorre do disposto no artigo 368.º, n.º 1, vedando, “*em certos termos*” a emissão destas ações preferenciais “*às sociedades que hajam deliberado a emissão de obrigações convertíveis em acções, de obrigações com warrants ou ainda de warrants autónomos sobre acções próprias ou sobre valores mobiliários que confirmam direito à subscrição de acções próprias, enquanto for possível aos titulares de tais valores exercer os direitos de conversão ou os warrants, visto que aquele preceito legal, durante tal período, proíbe alterar as condições de repartição de lucros fixadas no contrato de sociedade ou atribuir privilégios às acções existentes*”. No mesmo sentido, por exemplo, RAÚL VENTURA, *Acções preferenciais* cit., p. 422.

³⁷⁰ Vide o ponto 4.3.6 *infra*.

³⁷¹ Cf. OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., pp. 290-291.

³⁷² Com isto não estamos a afirmar que estes mesmos fundos não possam ser facultados pelos próprios acionistas da sociedade, porque na verdade assiste-lhes um direito de preferência na sua subscrição (artigo 458.º) e pode suceder que estes acionistas estejam interessados em participar no respetivo aumento de capital.

disposto no artigo 87.º, n.º 3, esta modalidade de aumento de capital não pode ser deliberada sem que estejam “*vencidas*” todas as prestações de capital.

Ora, tendo isto em mente, e mesmo na hipótese em que as ações preferenciais sejam subscritas por investidores que à data já sejam acionistas da sociedade emitente, parece-nos que procede aqui igual fundamento àquele que se encontra insito à norma do artigo 348.º, n.º 4³⁷³. Procura-se aqui garantir que a sociedade não recorra ao seu endividamento como forma de financiamento sem que antes tenha recorrido aos meios legais ao seu dispor para fazer cumprir as obrigações de entrada que sobre os acionistas impendem³⁷⁴, para o efeito colocando em mora todos aqueles que se encontrarem em falta para com a sociedade. Uma vez que a emissão de ações preferenciais sem direito de voto constitui a sociedade numa situação de onerosidade acrescida, porquanto implicará o pagamento de dividendos prioritários³⁷⁵, e da qual resultará uma situação de desvantagem para os demais acionistas ordinários, parece-nos justo que seja exigido à sociedade que procure obter os capitais próprios que ainda lhe sejam devidos, de forma a mitigar a necessidade de recorrer a novas fontes de financiamento. Uma vez que o DL 26/2015, que alterou ambos os regimes, deixou passar em claro esta situação, resta apenas sugerir a aplicação analógica do preceito citado às situações em que se esteja perante emissões de ações preferenciais por sociedades que não tenham o seu capital social integralmente liberado.

Em plano distinto refira-se que não nos oferece quaisquer dúvidas a admissibilidade desta autorização resultar de alteração superveniente ao contrato de sociedade³⁷⁶, posto que não nos parece razoável vedar este meio de financiamento às empresas que, de forma premeditada ou por simples incúria, não tiverem feito constar esta permissão do ato constitutivo da sociedade. Corrobora na íntegra este entendimento, como vimos, a própria história das ações preferenciais, visto que surgem como remédio para as situações de

³⁷³ Cuja redação transcrevemos na íntegra: “As obrigações não podem ser emitidas antes de o capital estar inteiramente liberado ou de, pelo menos, estarem colocados em mora todos os accionistas que não hajam liberado oportunamente as suas acções”.

³⁷⁴ Manifestando-se aqui a função interna de produção do capital social (cf. ponto 2.1.2(ii) *supra*).

³⁷⁵ Vide o ponto 4.3.3(i) *infra*.

³⁷⁶ Neste sentido, por exemplo, VIEIRA PERES, *Acções preferenciais* cit., p. 345, OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., p. 286, e OSÓRIO DE CASTRO chega inclusive a conceber “que a emissão ou conversão sejam deliberadas na mesma assembleia que aprove a modificação do pacto”, opinião com a qual concordamos.

emergência de capital³⁷⁷. Em matéria de alterações ao contrato de sociedade cumpre também referir que diferente da autorização estatutária para a emissão de ações preferenciais é o respeito pelo disposto no artigo 272.º, alínea c), que se deve verificar a todo o tempo³⁷⁸. Desta forma, a sociedade emitente deverá deliberar a alteração do contrato de sociedade em conformidade sempre que por efeito de uma emissão de ações preferenciais seja criada uma nova categoria de ações.

A este respeito poder-se-á igualmente colocar a questão de saber se estamos perante norma legal que exija que esta previsão no contrato de sociedade resulte de cláusula expressa ou se, por outro lado, se admite a emissão de ações preferenciais sem direito de voto por cláusula estatutária que permita a sua dedução. Este ponto é reconduzível, em certa medida, à temática que aborda a necessidade de previsão expressa dos direitos especiais no contrato de sociedade³⁷⁹. Sobre este aspeto cremos que será bastante a previsão expressa nos estatutos da possibilidade da sociedade emitir ações preferenciais, não se mostrando imprescindível (nem aconselhável) que tal cláusula densifique o tipo de ações preferenciais a emitir³⁸⁰.

Do teor do artigo 341.º, n.º 1, resulta também que o legislador português definiu um limite quantitativo para a emissão destas ações preferenciais, fixando em 50% do capital social da emitente o teto para a possível existência de ações preferenciais sem direito de voto numa sociedade³⁸¹⁻³⁸². De acordo com o pensamento de PAULO OLAVO CUNHA, a *ratio*

³⁷⁷ Vide o ponto 4.1 *supra*. Recorde-se que era expressamente prevista esta situação pelo Decreto n.º 1645, de 15 de junho de 1915, a propósito da criação de ações privilegiadas (cf. ponto 4.1.2(iii) *supra*).

³⁷⁸ Sobre esta questão, e na sequência do raciocínio a que se fez referência anteriormente, RAÚL VENTURA (cf. *Acções preferenciais cit.*, p. 427) entende que “*para aceitar esta solução prática será necessário interpretar – o que não me rupna – o art. 272.º, c) no sentido de a menção expressa do número de acções e dos direitos atribuídos a cada categoria só ser exigível no contrato inicial no caso de as acções privilegiadas serem logo inicialmente emitidas e, quando assim não for, a autorização genérica, constante do contrato inicial, poderá ser completada, quanto ao número de acções e aos direitos atribuídos às categorias privilegiadas, por meio de ulteriores alterações ao contrato*”.

³⁷⁹ Vide o ponto 3.1.2 *supra*.

³⁸⁰ Com efeito, quanto menos abstrata for a estipulação estatutária mais limitada será a sua eficácia, mostrando-se preferível que esta se baste com uma indicação deste género: “*A sociedade pode emitir acções preferenciais de qualquer espécie*”, ou, numa versão mais desenvolvida (correndo o risco de limitar o seu escopo), “*A sociedade fica autorizada a emitir acções preferenciais, com ou sem direito de voto, que possam ou não conferir o direito a um dividendo prioritário, seja qual for a sua natureza, ou que confiram quaisquer outras vantagens*”.

³⁸¹ Tal como acontece, por exemplo, nos casos alemão (cf. ponto 4.2.2) e espanhol (cf. ponto 4.2.3).

³⁸² Parece-nos ser por demais evidente que este limite se deve ter em conta após a emissão de ações preferenciais sem direito de voto, e não, claro, em momento anterior. Neste sentido, entre outros, VIEIRA PERES, *Acções preferenciais cit.*, p. 345, e também OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais cit.*, p. 290.

deste limite quantitativo mostra a intenção da lei em “evitar que os destinos da sociedade fiquem na dependência de uma percentagem extremamente reduzida, e por isso muito pouco significativa, do capital social”³⁸³. Por sua vez, na mesma linha de pensamento, observa OSÓRIO DE CASTRO que esta solução consiste em “garantir que o poder de influência sobre a sociedade cabe a sócios com uma participação adequada no respectivo capital, e não apenas uma fracção ínfima ou irrisória”³⁸⁴.

No seguimento dos dois contributos citados, acrescente-se também que a razão por detrás deste limite máximo encontra-se, claro está, radicada no facto de serem ações que, ainda que inicialmente não confirmam direitos de voto aos seus titulares, poderão vir a fazê-lo sob determinadas circunstâncias, como veremos. É que, por força da visão destes acionistas preferenciais concebida na versão original do CSC³⁸⁵, o legislador achou por bem trancar desta forma a porta ao controlo maioritário das sociedades emitentes aos investidores que subscrevam este tipo de ações preferenciais.

(ii) *Idem: aumento de capital por novas entradas*

Uma das vias por que se podem emitir as ações preferenciais sem direito de voto é através do recurso à deliberação de aumento do capital social por efeito de novas entradas, que tanto pode ser deliberado pela assembleia geral, nos termos gerais (artigos 87.º e ss., 383.º, n.º 2, e 386.º, n.ºs 3 e 4), ou, por outro lado, pelo conselho de administração, em execução e nos termos de autorização no contrato de sociedade concedida para o efeito (artigo 456.º).

Em matéria de direitos especiais coloca-se desde logo o problema de averiguar se o aumento de capital deve apenas ser deliberado em sede de assembleia geral ou se, por outro lado, deve também ser deliberado nas assembleias especiais de acionistas, com vista à

³⁸³ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., p. 160.

³⁸⁴ Cf. OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., p. 290.

³⁸⁵ Em que se denota a ideia de que o privilégio de ordem patrimonial que é atribuído atrairia investidores desinteressados no governo da sociedade e no desenvolvimento do projeto social por estarem focados no retorno (pretensamente) certo do seu investimento. Esta lógica levou o legislador a configurar inicialmente estas ações como desprovidas de direitos de voto para precaver situações em que estes acionistas preferenciais pudessem instrumentalizar a sociedade emitente para, no curto prazo, gerar lucros de que eles seriam os primeiros beneficiários, colocando em risco a integridade financeira da sociedade e com isso a sua longevidade.

obtenção do consentimento dos titulares de ações especiais³⁸⁶. É claro que este não surgirá se falarmos de uma sociedade em que apenas existam ações ordinárias ou, existindo ações especiais, com estas não conflituem no plano da supressão ou coartação dos seus direitos especiais as ações preferenciais sem direito de voto a emitir. Opostamente, conforme nota OSÓRIO DE CASTRO, estaremos perante um problema de tal natureza quando a sociedade que pretende aumentar o seu capital por emissão de novas ações preferenciais sem direito de voto já tenha o seu capital social (parcialmente) representado por ações “*com direitos especiais ao nível da repartição dos lucros e do activo de liquidação*”, situação em que aquele consentimento deverá ser prestado nos termos dos artigos 24.º e 389.º, ressalvando, não obstante, que tal consentimento não será necessário contanto que “*os novos privilégios patrimoniais possam situar-se e efectivamente se situem num plano hierarquicamente inferior*”³⁸⁷. Afigura-se justificada esta observação, mas parece-nos que não é segura a abertura a cenários hipotéticos, ou seja, ou os novos privilégios estão num plano hierarquicamente inferior ou não estão. Quando exista a mínima chance de que estes venham a interferir com os privilégios já existentes deve a deliberação de aumento de capital passar também pela(s) assembleia(s) especiais de acionistas. Não será o caso, por exemplo, de se aumentar o capital da sociedade através da emissão de ações preferenciais sem direito de voto subordinadas (ou de segunda classe), *i.e.* em que o respetivo dividendo prioritário apenas seja pago aos novos acionistas uma vez integralmente satisfeitos os dividendos prioritários dos acionistas preferenciais já existentes (ou de primeira classe).

Suscitam-se ainda questões quanto ao direito legal de preferência que assiste aos acionistas da sociedade emitente e quanto ao valor das ações preferenciais a emitir. Vejamos com algum detalhe estes temas.

No que respeita ao direito de preferência³⁸⁸, impera desde logo esclarecer que este só existe no caso de estarmos perante um aumento de capital por novas entradas em dinheiro

³⁸⁶ Vide o ponto 3.1.3 *supra*.

³⁸⁷ Cf. OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., pp. 296 e 297.

³⁸⁸ RODRIGO URÍA (cf. *Derecho Mercantil* cit., p. 271), que vê este direito como um dos mais importantes dos acionistas, ensinava que “[e]l fundamento de este derecho radica esencialmente en la necesidad de conceder al accionista la posibilidad de conservar en la sociedad la misma proporción entre el importe nominal de sus acciones y la cifra del capital social”. É, assim, sob esta perspetiva que se deve conceber o alicerce do direito de preferência que é reconhecido aos acionistas e que se materializa na sua principal arma contra a diluição da sua

(artigo 458.º, n.º 1), não surgindo por isso oportunidade para o seu exercício por parte dos acionistas da sociedade emitente face aos demais investidores interessados no caso de estarmos perante um aumento de capital por entradas em espécie – diga-se, no entanto, que esta segunda modalidade é bastante menos comum no plano das sociedades anónimas, e tanto menos comum naquelas sociedades que optam por emitir ações preferenciais sem direito de voto (não sendo ainda assim impossível). Dito isto, surgindo como uma das manifestações do princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas, o artigo 458.º, n.º 2, manda aplicar a regra do rateio na repartição das novas ações entre os acionistas que tiverem exercido o seu direito de preferência, prevendo a alínea *a*) desta disposição que, no máximo³⁸⁹, seja atribuído a cada acionista “*o número de acções proporcional àquelas de que for titular na referida data*”³⁹⁰. Sem prejuízo de, conforme prevê a alínea *b*), poderem ser satisfeitos pedidos de subscrição em valor superior àquele na medida em que tal resulte “*de um ou mais rateios excedentários*”.

Em matéria de direito de preferência dos acionistas não pode também deixar de ser chamado à colação o disposto no artigo 458.º, n.º 4, de acordo com o qual, havendo numa sociedade várias categorias de ações, será reconhecido igual direito de preferência de todos os acionistas na subscrição das novas ações, quer estas sejam ações ordinárias ou ações especiais, exceto “*se as novas acções forem iguais às de alguma categoria especial já existente*”, caso em que “*a preferência pertence primeiro aos titulares de acções dessa categoria e só quanto a acções não subscritas por estes gozam de preferência os outros accionistas*”. Como se pode perceber, faz-se sentir nesta norma o argumento elementar em que se fundamenta o próprio instituto do direito de preferência em geral, agora aplicado às categorias de ações. Assim, é reconhecido a cada acionista titular de ações especiais o direito a manter a sua posição dentro da respetiva categoria (pelo menos) intacta³⁹¹. Mas se a

participação social dentro da sociedade, ou seja, conferindo-lhe um direito à manutenção da sua posição patrimonial na sociedade através da proporção entre a sua participação social e o capital da sociedade.

³⁸⁹ Visto que a norma admite a possibilidade dos acionistas, querendo exercer o seu direito de preferência, optem por não fazê-lo na sua amplitude total.

³⁹⁰ Note-se, contudo, que é de repartição que aqui se fala, ou seja, nada impede que, não havendo senão um acionista a querer exercer o seu direito de preferência, o faça pela totalidade das ações emitidas por efeito do aumento de capital.

³⁹¹ Por exemplo, se for deliberado um aumento de capital através da emissão de novas ações preferenciais sem direito de voto que confirmem efetivamente os mesmos direitos que outras já existentes, integrando por isso a

segunda parte da norma parece de fácil aceitação, já a respeito da primeira parte levantam-se dúvidas quanto à sua justiça³⁹².

Sucede que, de acordo com o que tem sido exposto ao longo do presente capítulo, não raras vezes o recurso às ações preferenciais sem direito de voto é justificado por motivos que, de algum modo, acabam por afastar a ideia de que será o respetivo aumento de capital dirigido aos acionistas da sociedade emitente. Poder-se-á, por conseguinte, limitar ou suprimir o direito de preferência nos termos do artigo 460.º, se a assembleia assim o deliberar³⁹³, em separado (n.º 4), e “*desde que o interesse social o justifique*” (n.º 2).

Não deixa de ser curioso que aqui não tenha sido feita qualquer menção às categorias de ações. Se, como vimos, é expressamente reconhecido um direito de preferência aos acionistas titulares de ações especiais, aparentemente estes não são, todavia, merecedores de tutela especial no plano da limitação ou supressão do direito de preferência deliberado pela assembleia geral da sociedade. A chave para a explicação desta situação está, julgamos, na invocação do interesse social (que se sobreporá ao interesse individual de cada acionista em exercer o respetivo direito de preferência na subscrição de novas ações).

Quanto ao valor por que devem ser emitidas as ações preferenciais sem direito de voto começemos por analisar brevemente a evolução da redação do artigo 341.º, n.º 2. Na sua versão original³⁹⁴, esta norma impunha que o dividendo prioritário fosse determinável em função “*do respectivo valor de emissão*”. Quase um ano depois³⁹⁵, a redação desta norma foi alterada de modo a que fosse tido em conta o “*valor nominal*”, sofrendo posterior modificação por altura da introdução no ordenamento jurídico nacional das ações sem valor nominal³⁹⁶. Desde então, passou o dividendo prioritário a ser determinado por uma

mesma categoria que estas, deverá, em primeiro lugar, ser oferecida aos acionistas desta categoria a hipótese de subscreverem as novas ações a emitir através do exercício dos seus direitos de preferência.

³⁹² Assim, OSÓRIO DE CASTRO, *Ações Preferenciais* cit., pp. 297-300.

³⁹³ Cf. RODRIGO URÍA, *Derecho Mercantil* cit., p. 271: “*Es una medida legal importante que pone en manos de la mayoría la decisión de suprimir o restringir uno de los más importantes derechos del accionista*”.

³⁹⁴ Ou seja, de acordo com o DL n.º 262/86, de 2 de setembro.

³⁹⁵ Em função da alteração promovida pelo DL n.º 280/87, de 8 de julho.

³⁹⁶ Por efeito do DL n.º 49/2010, de 19 de maio.

percentagem “do respetivo valor nominal ou, na falta deste, do seu valor de emissão, deduzido de eventual prémio de emissão”³⁹⁷.

O ponto de partida quanto ao valor destas ações preferenciais é, como para todas as outras, a impossibilidade de serem emitidas abaixo do par, *i.e.* por valor inferior ao seu valor nominal (regra que deriva do regime geral da obrigação de entrada nos termos do artigo 25.º, n.º 1). Por outro lado, quer se tratem de ações com ou sem valor nominal, caso em que se considera o valor de emissão, o valor monetário individual das ações nunca poderá ser inferior a um cêntimo (artigo 276.º, n.º 3). Visto o supedâneo jurídico-financeiro mínimo do valor das ações, cabe agora analisar a possibilidade destas ações serem emitidas acima do par, ou seja, exigindo um preço superior ao respetivo valor nominal (ou ao respetivo valor de emissão, no caso das ações sem valor nominal).

A diferença patrimonial que aqui está em causa, ou seja, entre o valor nominal ou de emissão, por um lado, e o valor da correspondente subscrição, por outro, corresponde ao que lei denomina de ágio, conforme definido pelo artigo 295.º, n.º 3, alínea *a*)³⁹⁸ – e que, nos termos da alínea *a*), do n.º 2, da mesma disposição, está sujeita ao mesmo regime de (relativa)³⁹⁹ indisponibilidade a que está sujeita a reserva legal.

Ora, nos casos de emissões de ações preferenciais sem direito de voto durante a vida da sociedade, como noutros, estes ágios podem ser impostos pela sociedade emitente como forma de onerar o investidor precisamente pelo facto de estar a subscrever as ações em momento superveniente à constituição da sociedade. Uma vez que, como veremos⁴⁰⁰, estas ações preferenciais não deixam de conter outros direitos patrimoniais (e políticos) para lá do direito ao dividendo prioritário, pode a sociedade entender exigir aos investidores que irão subscrever estas ações preferenciais um preço adicional pelo facto de através destas adquirirem a qualidade de acionistas de uma entidade já dotada de um elemento patrimonial,

³⁹⁷ Note-se, contudo, que a fórmula citada corresponde à redação introduzida pelo DL 26/2015, que, mais uma vez, se aventurou pelo campo da linguística, alterando esta parcela do preceito sem que com isso veiculasse qualquer alteração no plano jurídico.

³⁹⁸ Que tem a seguinte redação: “Os ágios a que se refere a alínea *a*) do número anterior consistem: *a*) Quanto à emissão de ações, na diferença para mais entre o valor nominal e a quantia que os accionistas tiverem desembolsado para as adquirir ou, no caso de ações sem valor nominal, o montante do capital correspondentemente emitido”.

³⁹⁹ De acordo com os “destinos” legalmente admitidos pelo artigo 296.º.

⁴⁰⁰ Vide o ponto 4.3.3 *infra*.

que, claro está, quanto mais robusto e rentável for, mais inflacionará aquela margem adicional⁴⁰¹.

(iii) *Idem: aumento de capital por incorporação de reservas*

A situação é diferente quando em causa esteja um aumento de capital através da emissão de ações preferenciais sem direito de voto por incorporação de reservas (artigos 91.º e ss.). Com efeito, e tal como resulta deste regime, quando estamos perante esta modalidade de aumento de capital do que se trata é de utilizar “o valor real do património da sociedade para formalizar capital”⁴⁰². Uma vez que esta modalidade de aumento de capital é concretizada às expensas de “reservas disponíveis para o efeito” (artigo 91.º, n.º 1), a sociedade está a afetar ao regime do capital social (com tudo o que lhe é próprio)⁴⁰³ valores que de outra forma podiam ser repartidos entre os acionistas a título de lucros distribuíveis⁴⁰⁴.

Dado que os titulares de ações preferenciais sem direito de voto gozam do direito a quinhoeiro nos lucros da sociedade (ainda que em moldes próprios), enquanto acionistas que são, é decorrência lógica a conclusão de que também estes deverão participar nos aumentos de capital por incorporação de reservas⁴⁰⁵. Solução distinta redundaria em negar-lhes acesso à riqueza da sociedade que não foi objeto de distribuição mas que, ainda assim, pertence a todos os acionistas, sem prejuízo da eventual diferença que exista quanto à proporção na sua partilha (prevista de modo geral no artigo 22.º, n.º 1).

Esta modalidade de aumento de capital, conforme dispõe o n.º 4, do artigo 92.º, pode ser levada a cabo através da emissão de novas ações ou do aumento do valor das ações já existentes. No segundo caso, em que não estamos perante a criação de ações preferenciais, alerta VIEIRA PERES, haverá que efetuar “o imediato crescer da obrigação relativa ao

⁴⁰¹ Neste sentido, por exemplo, VIEIRA PERES, *Acções preferenciais* cit., p. 351: “estes títulos (...) conferem a totalidade dos direitos patrimoniais inerentes às acções, e assim também o de comungar das reservas já existentes. O prémio de emissão mais não é do que a contabilização desta realidade, da contrapartida paga pela participação no acervo patrimonial societário já existente”.

⁴⁰² Cf. MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades I* cit., p. 1122.

⁴⁰³ Vide o ponto 2.1.2 *supra*.

⁴⁰⁴ Vide o ponto 2.2.3(i) *supra*.

⁴⁰⁵ Conclusão que se extrai do disposto no artigo 341.º, n.º 5, sobre que nos debruçaremos em momento posterior.

dividendo prioritário que, calculado em função do valor nominal, aumentará na exacta proporção do aumento de capital social havido”⁴⁰⁶. Opta assim VIEIRA PERES por acolher um critério de igualdade formal, defendendo que a medida do dividendo prioritário deve acompanhar a medida do aumento de capital na exata proporção deste. Porém, sucede que na prática os acionistas preferenciais passarão a gozar do direito a um dividendo prioritário superior, visto que o aumento do valor nominal das suas participações implicará que a percentagem que determina a expressão daquele corresponda a uma soma monetária de valor mais alto. Quer isto dizer que uma tal alteração do contrato levará a que os titulares destas ações preferenciais saiam duplamente beneficiados com esta operação⁴⁰⁷. Não nos parece que seja esta a melhor solução, visto que tal conduziria a uma desvantagem indevida para os demais acionistas, que passariam a ver uma maior fatia da riqueza da sociedade afeta à satisfação dos dividendos prioritários. Com efeito, uma vez que a lei determina que o montante se calcule em percentagem do valor nominal, é precisamente esta ferramenta aritmética que deve valer, modulando-se o respetivo dividendo prioritário em paralelo com as vicissitudes societárias⁴⁰⁸⁻⁴⁰⁹. Esta questão revestir-se-á de especial melindre no caso das ações sem valor nominal⁴¹⁰.

⁴⁰⁶ Cf. VIEIRA PERES, *Acções preferenciais* cit., p. 389.

⁴⁰⁷ Assim, por exemplo, de acordo com esta lógica, numa sociedade com um capital social de €50.000, dividido salomonicamente entre ações ordinárias e ações preferenciais sem direito de voto, todas com um valor nominal de €1, um aumento do capital social por incorporação de reservas no valor de €10.000 fará com que cada ação passe a ter um valor nominal de €1,20. Ora, um dividendo prioritário de 10% do respetivo valor nominal, conferia inicialmente uma vantagem preferencial de €0,10 por ação, sendo que, após o aumento, passaria aquele dividendo a cifrar-se em €0,12 por ação. No entanto, se for também aumentada a medida do dividendo prioritário na proporção do aumento de capital, ou seja, em 20%, passaríamos a ter uma vantagem preferencial de 12% de €1,20, ou seja, €0,144 por ação.

⁴⁰⁸ O acionista preferencial que subscreve determinadas ações preferenciais sem direito de voto conta com um benefício expresso pela percentagem do valor da sua participação, aumentar esta percentagem por efeito de aumento de capital seria presentear-lo com uma vantagem com a qual não contou (nem fez por merecer).

⁴⁰⁹ Neste sentido, ELDA MARQUES, anotação ao artigo 344.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. V, p. 655.

⁴¹⁰ Seguindo o mesmo critério, que têm o mérito da coerência quanto ao ponto de vista do investidor – que à data da subscrição destas ações preferenciais conta com o recebimento de um dividendo prioritário referente à percentagem estabelecida do respetivo valor de emissão – parece, contudo, que numa perspetiva relativa os titulares destas ações passariam a estar em situação menos favorável que aquela em que se encontravam antes do aumento de capital. Com efeito, uma vez que a valorização real das suas participações não se reflete no valor de emissão das ações, que é absolutamente fixo, o benefício subjacente ao aumento de capital para os acionistas ordinários seria superior àquele que resultaria para os acionistas preferenciais. Por conseguinte, neste caso, por oposição ao que se disse sobre as ações com valor nominal, à falta deste valor, julgamos que deverá a alteração do cálculo do dividendo prioritário atribuído seguir de perto o valor do próprio aumento de capital, ou seja, o valor do dividendo prioritário deverá ser alterado na mesma proporção em que seja aumentado o capital social.

Caso se trate de aumento de capital por emissão de novas ações podem ser equacionados dois cenários. Num primeiro cenário, em que se trate de uma sociedade em que existam ações ordinárias e ações especiais, levando a que existam uma ou mais categorias de ações, “*devem as acções ter as características das mesmas categorias, sendo atribuídas as novas conforme a titularidade das antigas*”⁴¹¹. Parece-nos que, de facto, esta é a solução mais consentânea com o espírito da lei, e, em especial, com o princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas. A defesa desta solução tem o mérito de manter incólumes os direitos dos acionistas e a relação de poderes dentro da sociedade, refletindo os efeitos do aumento de capital na posição individual de cada acionista sem que daí advenha qualquer vantagem ou desvantagem para estes por ocasião desta operação, *i.e.* deixa as coisas depois do aumento de capital como estavam antes deste. Num segundo cenário, se numa determinada sociedade apenas existirem ações ordinárias, então, as novas ações a emitir poderão ser também elas ações ordinárias ou conferir direitos especiais, pertencendo assim a uma nova categoria especial, desde que, todas as novas ações confirmem direitos de voto⁴¹².

Esta desigualdade formal justifica-se, pois, por uma questão de igualdade material, exigida pelo princípio de igualdade de tratamento entre os acionistas. Assim, e recuperando *mutatis mutandis* o exemplo que se ofereceu antes (cf. nota n.º 407), seria exigível uma alteração do contrato de sociedade que passasse a conferir às ações preferenciais sem direito de voto em questão um dividendo prioritário de 12% do respetivo valor de emissão. Quanto a esta questão, ELDA MARQUES (cf. anotação ao artigo 344.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. V, p. 658) denuncia aquilo que diz ser uma “*disfunção do regime previsto*”, afirmando que “[m]elhor teria sido, pois, que a percentagem do dividendo prioritário das ações preferenciais sem voto devesse ser apurada sobre o respetivo valor fracional (ou contabilístico)”.

⁴¹¹ Cf. RAÚL VENTURA, *Acções preferenciais* cit., p. 438. No mesmo sentido, VIEIRA PERES, *Acções preferenciais* cit., p. 389 e OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., p. 294.

⁴¹² Neste particular, RAÚL VENTURA (cf. *Alterações ao contrato* cit., p. 282) defende que: “*o conteúdo jurídico das novas participações deve ser idêntico ao das acções antigas, relativamente a cada uma delas e ao respectivo titular*”, alicerçando o seu pensamento no § 216 (1) da AktG, que impõe que a proporção de direitos que nasçam das ações não seja afetada por efeito do aumento de capital. Desta forma, RAÚL VENTURA opõe-se a que, caso apenas existam ações ordinárias, sejam emitidas por força do aumento de capital ações preferenciais sem direito de voto. Concordando com esta última conclusão, mas discordando do raciocínio de princípio e da argumentação utilizada, OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., pp. 294-295, não se opõe a que sejam emitidas ações de categorias especiais, desde que todas as novas ações confirmem direitos de voto, uma vez que, segundo explica, “*a transformação de acções com voto em acções sem voto só é possível com o acordo dos interessados*”, reiterando ainda que “*aumentar o capital por incorporação de reservas com emissão de acções preferenciais sem voto numa sociedade em que as acções sejam todas ordinárias produz, em substância, o mesmo resultado que adviria da conversão de uma parte das acções ordinárias em acções sem voto*”.

(iv) *A conversão de ações*

A criação de ações preferenciais sem direito de voto pode ainda derivar da conversão de ações já existentes, nos termos do artigo 344.º – preceito que também ganhou uma nova redação de acordo com o DL 26/2015⁴¹³. Ao abrigo desta norma podem as ações ordinárias de uma sociedade ser convertidas em ações preferenciais sem direito de voto desde que para tal se respeite o procedimento aí previsto. Assim, deve ser aprovada deliberação pela assembleia geral que respeite o disposto nos artigos 24.º e 389.º, em matéria de direitos especiais, e que cumpra simultaneamente os requisitos do artigo 341.º, n.º 1.

Quanto à remissão para o disposto no artigo 341.º, n.º 1, cremos que o que se exige é que a conversão de ações preexistentes em ações preferenciais sem direito de voto não seja permitida se não for permitida pelo contrato de sociedade a própria emissão destas ações, devendo também ser respeitado o limite quantitativo absoluto para a emissão destas⁴¹⁴. Este limite é, pois, como já afirmámos, um limite intransponível e que abrangerá todas as operações por que se criem ações preferenciais sem direito de voto: quer estas resultem de emissão ou de conversão, nunca poderá uma sociedade ter o seu capital social representado por este tipo de ações preferenciais em número superior à sua respetiva metade⁴¹⁵.

Por outro lado, compreende-se também a atenção do legislador ao requisito legal da autorização no contrato de sociedade para a emissão de ações preferenciais sem direito de voto. Não faria qualquer sentido que fosse expressamente exigida uma autorização estatutária para a emissão de ações preferenciais sem direito de voto e que, ainda dentro do enquadramento legal destas, fosse tolerado o contorno daquela imposição pelo simples facto da criação destes valores mobiliários resultar da conversão de outras ações e já não da sua emissão.

Note-se, porém, que esta remissão legal não faz uso de expressões que nos remetam para uma ideia da aplicação *mutatis mutandis* daquela exigência, o que nos leva a crer que

⁴¹³ Ainda que a modificação em causa se tenha situado apenas no plano linguístico da norma, que passou a ser enunciada numa única frase (por incorporação do requisito de publicação da deliberação na primeira frase), não implicando por isso uma alteração do seu conteúdo.

⁴¹⁴ Vide o ponto 4.3.2(i) *supra*.

⁴¹⁵ Neste sentido, por exemplo, RAÚL VENTURA, *Acções preferenciais* cit., p. 447 e PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., p. 164.

bastará apenas a autorização no contrato de sociedade para a emissão de ações preferenciais sem direito de voto, não se mostrando imprescindível que seja expressamente consignada nos estatutos a faculdade de conversão prevista no artigo 344.º – conversão esta que, conforme ensina OSÓRIO DE CASTRO, é facultativa⁴¹⁶, uma vez que se fará “a requerimento dos accionistas interessados”, tal como indica o n.º 2 deste preceito⁴¹⁷. Não podemos deixar de salientar quanto a este ponto o facto de a possibilidade de conversão de ações preexistentes em ações preferenciais sem direito de voto resultar da lei. O mesmo é dizer que sempre estarão (ou, pelos menos, deverão estar) os acionistas alertados para esta eventualidade. Não se trata de evento que apareça na vida das sociedades de forma completamente inesperada, antes sendo uma hipótese que, reitere-se, por resultar expressamente da lei, faz parte da conceção legal destas ações preferenciais. Basta que uma sociedade tome a decisão de admitir no seu seio estas ações preferenciais, originariamente ou através de alteração superveniente ao contrato de sociedade, para que com isso receba e se sujeite ao respeito regime legal, incluindo por isso a faculdade de conversão prevista no artigo 344.º⁴¹⁸.

⁴¹⁶ Cf. OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., p. 291, acrescentando que, se não se tratar de conversão facultativa operada ao abrigo desta disposição legal, “*terá de ser consentida por cada um dos sócios afectados: nenhum accionista pode ser privado do direito de voto por deliberação da sociedade, sem o concurso da sua vontade*”. Contra, RAÚL VENTURA (cf. *Acções preferenciais* cit., p. 447) escreve o seguinte: “*O primeiro destes requisitos suscita-me, para o caso de conversão conversão, uma dúvida importante: saber se basta no contrato de sociedade autorizar genericamente a criação de acções preferenciais sem voto ou se é necessário especificar que estas também podem ser criadas por conversão doutras acções. Prefiro a segunda solução, pois que estão em causa interesses próprios dos titulares das acções a converter*”. Parece-nos que defende igual exigência de previsão contratual da faculdade de conversão PAULO OLAVO CUNHA (cf. *Os Direitos Especiais* cit., p. 164), uma vez que afirma que as ações ordinárias poderão ser convertidas em ações preferenciais sem direito de voto “*contanto que tal possibilidade esteja prevista no contrato de sociedade (art. 24.º, n.º 1)*”.

⁴¹⁷ Que determina ainda que a conversão requerida seja realizada “*no período fixado pela deliberação, não inferior a 90 dias a contar da publicação desta, respeitando-se na sua execução o princípio da igualdade de tratamento*”. Quanto ao respeito pelo princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas trata-se de exigência que não oferece dúvidas, subscrevendo-se aqui inteiramente a observação de RAÚL VENTURA (cf. *Acções preferenciais* cit., p. 449), que sobre esta afirma que “[o] legislador terá pensado na hipótese de ser requerida a conversão de número de acções superior àquele para o qual a sociedade deseja abrir a conversão; para tratar igualmente os requerentes, haverá que proceder a rateio”.

⁴¹⁸ Hipótese distinta, a florada por RAÚL VENTURA (cf. *Acções preferenciais* cit., pp. 448-449) na esteira da opinião de RAFFAELE NOBILI, e à qual não nos opomos porquanto deve ser admitida à luz do princípio da autonomia privada, é a que retrata a possibilidade desta conversão ser automática por resultar de previsão no contrato de sociedade, implicando assim que determinadas ações sejam forçosamente convertidas a determinada altura por tal conversão ter sido estipulada, por exemplo, por recurso a termo ou condição.

Sobre esta conversão diga-se também, como é por demais evidente, que a mesma envolve inelutavelmente uma alteração ao contrato de sociedade⁴¹⁹, visto que o resultado final desta operação não poderá conflitar com o disposto no já citado artigo 272.º, alínea c) – alteração que será exigível, pelo menos, pela “*alteração do número de acções sem voto porventura já existentes*”⁴²⁰.

Preocupa-se ainda o legislador em garantir que a deliberação de conversão pela assembleia geral⁴²¹ – que deve ser publicada (artigo 344.º, n.º 1, *in fine*)⁴²² – cumpra o disposto nos artigos 24.º e 389.º, em matéria de direitos especiais e de assembleias especiais de acionistas. Esta remissão legal leva a que a doutrina discuta qual o seu concreto alcance, estando em causa saber se tal conversão deve ou não depender adicionalmente de deliberações aprovadas em assembleias especiais de acionistas. À luz do que vimos sobre a supressão ou coartação de direitos especiais⁴²³, parece-nos que o que está aqui em causa é a possível afetação de direitos especiais conferidos a acionistas preferenciais que já façam parte da sociedade. A norma tem, pois, o objetivo de exigir a pronúncia da(s) assembleia(s) dessa(s) categoria(s) de ações, visto que, conforme explica MENEZES CORDEIRO, “*a conversão de acções ordinárias em preferenciais sem voto vai comprimir os lucros a distribuir*

⁴¹⁹ E que deverá, por isso, passar pelo crivo dos quóruns constitutivo e deliberativo definidos nos artigos 383.º, n.º 2, e 386.º, n.ºs 3 e 4.

⁴²⁰ Neste sentido, VIEIRA PERES, *Acções preferenciais* cit., p. 352.

⁴²¹ Operação sujeita a registo comercial por força do artigo 3.º, n.º 1, alínea j), do CRC.

⁴²² Neste particular RAÚL VENTURA (cf. *Acções preferenciais* cit., p. 448) extrai desta exigência a conclusão de que uma primeira deliberação da assembleia geral “*constitui o primeiro acto do concreto processo de conversão*”, não sendo esta bastante para operar simultaneamente a alteração ao contrato de sociedade a que já se aludiu. Contra, OSORIO DE CASTRO (cf. *Acções Preferenciais* cit., pp. 292-293), defende que a mesma deliberação poderá simultaneamente tratar da alteração dos estatutos “*ainda que porventura de modo apenas implícito*”. A bem da economia de procedimentos e da agilidade de ação que se quer nas sociedades comerciais, parece-nos que é mais adequada a segunda posição. Não ignorando o facto de que, em regra, são as sociedades anónimas de maior dimensão (e com maior dispersão acionista) que recorrem às ações preferenciais sem direito de voto (ainda que, atualmente, de modo tímido), afigurar-se-ia excessiva e injustificadamente oneroso exigir que as sociedades devessem duplicar esforços reunindo em assembleia geral por duas vezes para deliberar sobre uma matéria que, em rigor, é uma. Sobre este ponto apraz-nos ainda referir que a deliberação de conversão está sujeita a registo (artigo 3.º, n.º 1, alínea j), do CRC) devendo ser igualmente publicada (artigo 344.º, n.º 1, *in fine*), mas uma coisa não se confunde com a outra. Com efeito, o que aqui se quer é que, para além de serem cumpridas as exigências de ordem pública que impõem o registo desta deliberação, se promova também à publicação da deliberação com vista a dar disso conhecimento aos investidores em geral. A exigência de publicação deve, por isso, ser conjuntamente analisada com o disposto no artigo 167.º, n.º 1, que faz recair sobre as sociedades o dever de fazerem constar de “*sítio na Internet de acesso público*” (que normalmente corresponderá ao website da sociedade emitente) o conteúdo das publicações que sejam obrigatórias por força do CSC, como será o caso da deliberação de conversão ora em apreço.

⁴²³ Vide o ponto 3.1.3 *supra*.

prioritariamente. Atinge, de modo directo, o direito especial dos accionistas prioritários pré-existentes, pelo que estes devem dar o seu acordo prévio à operação”⁴²⁴.

Discute-se também a interpretação extensiva desta norma no sentido de se admitir a conversão de outras ações que não apenas ações ordinárias, posição que é sufragada pela doutrina maioritária, ainda que com algumas divergências⁴²⁵. Por outro lado, segundo ELDA MARQUES é ainda mais lato o campo de aplicação desta norma, sendo hipotizável a sua aplicação analógica a outros cenários de conversão de ações não contemplados pela letra da lei⁴²⁶. Neste sentido, defende que é desde logo possível a sua aplicação analógica à situação inversa⁴²⁷, *i.e.* de conversão de ações preferenciais sem direito de voto em ações ordinárias – situação que refere estar expressamente prevista em França pelo artigo L228-35-3, 1.º parágrafo do *Code de Commerce*.

Para tal bastaria apenas a deliberação de conversão nesse sentido pela assembleia geral, a requerimento dos acionistas preferenciais em questão, não se revelando necessária qualquer deliberação por parte de assembleias especiais de eventuais acionistas preferenciais com direito de voto uma vez que esta conversão conduziria a uma situação de vantagem para estes (que veriam os seus privilégios “melhorados” por força da diminuição ou extinção dos privilégios dos acionistas requerentes), não existindo qualquer situação de lesão de direitos que carecesse do seu consentimento apurado naquelas assembleias. De acordo com esta lógica, defende ainda que a referida aplicação analógica da norma, e do procedimento descrito, será igualmente aceitável para as hipóteses de conversão de ações privilegiadas já existentes que confirmem direitos de voto em ações ordinárias bem como para aquelas em que esteja em causa a conversão de ações preferenciais sem voto (preexistentes) em ações

⁴²⁴ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Acções Preferenciais Sem Voto*, in ROA, ano 60, III, Dezembro, 2000, p. 1049. No mesmo sentido, VIEIRA PERES, *Acções preferenciais* cit., pp. 352-353 e OSORIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., p. 293. Contra RAÚL VENTURA, *Acções preferenciais* cit., p. 448.

⁴²⁵ Assim, VIEIRA PERES (cf. *Acções preferenciais* cit., p. 354) defende que é admissível “a conversão, em ações sem voto, de ações preferenciais com voto, e só destas”. Já RAÚL VENTURA (cf. *Acções preferenciais* cit., p. 448) admite a conversão de “ações privilegiadas” nestas ações preferenciais, enquanto OSORIO DE CASTRO (cf. *Acções Preferenciais* cit., p. 291) não vê “nenhum obstáculo a que operação tenha por objecto acções especiais”.

⁴²⁶ Cf. ELDA MARQUES, anotação ao artigo 344.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. V, pp. 707-708.

⁴²⁷ Sobre esta hipótese pronuncia-se RAÚL VENTURA (cf. *Acções preferenciais* cit., p. 449-450), a quem não choca a possibilidade, defendendo no entanto “terem igual justificação a autorização contratual específica, a deliberação da assembleia geral de accionistas e as deliberações de assembleias gerais desta categoria”.

preferenciais com voto. Vai ainda mais longe ao admitir também, na senda de PAULO OLAVO CUNHA⁴²⁸, a aplicação analógica do artigo 344.º a casos de “*criação de ações privilegiadas (com voto) por conversão de ações ordinárias preexistentes*”⁴²⁹.

Ao abrigo da autonomia privada que temos vindo insistentemente a reiterar, parece-nos que não concorrem razões atendíveis contra a admissibilidade da extensão do escopo de aplicação desta norma, admitindo-se assim que esta se aplique por analogia, quando esta se justifique, a outras situações de conversão de ações. Certo é que nem por isso deverão ser desprezados os alicerces que vimos fundarem esta operação, sendo sempre exigível uma autorização estatutária, por força do artigo 341.º, n.º 1, *ex vi* artigo 344.º, n.º 1, não deixando de ser aplicável o limite quantitativo ali definido, bem como o respeito pelo procedimento estabelecido em matéria de conversão, que, como vimos, poderá exigir o consentimento de determinados acionistas em sede de assembleias especiais.

4.3.3 Os direitos especiais dos acionistas preferenciais

(i) *O direito a um dividendo prioritário*

O direito a um dividendo prioritário⁴³⁰ é, como sempre foi⁴³¹, o traço distintivo deste tipo de ações, caracterizadas primariamente sob este prisma por serem instrumentos de financiamento de elevado rendimento (quando comparados com as ações ordinárias), é, pois, como diz VIEIRA PERES, “*a imagem de marca*” destas ações⁴³². Entre nós, prevê o artigo 341.º, n.º 2, que estas ações confirmam “*direito a um dividendo prioritário não inferior a 1% do respetivo valor nominal ou, na falta deste, do seu valor de emissão, deduzido de eventual*

⁴²⁸ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., pp. 186-187, nota n.º 14.

⁴²⁹ Cf. ELDA MARQUES, anotação ao artigo 344.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. V, p. 708.

⁴³⁰ Sobre a terminologia adotada pelo legislador português, pela utilidade do contributo, transcrevemos as palavras de VIEIRA PERES (cf. *Acções preferenciais* cit., pp. 365-366): “*Atente-se que não utilizou o termo dividendo preferencial ou dividendo privilegiado, na esteira do seu congénere alemão (Vorzugsdividende), antes aderindo à terminologia gaulesa (dividende prioritaire), se bem que se possa afirmar que, na sua essência e funcionamento, as regulamentações francesa e germânica não diferem substancialmente*”. Diferente é o caso da lei espanhola, que apesar de prever as denominadas *acciones sin voto* refere que os seus titulares têm direito a um dividendo preferente (artigo 99 da LSC).

⁴³¹ Cf. HEBERTON EVANS, JR., *The Early History of Preferred Stock* cit., p. 58: “*The vital difference between common and preferred stock was, of course, the dividend*”.

⁴³² Cf. VIEIRA PERES, *Acções preferenciais* cit., p. 365.

prémio de emissão, retirado dos lucros que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º, possam ser distribuídos aos acionistas”.

Começemos por falar do impacto do DL 26/2015 neste preceito. Para além das alterações quanto à redação formal da norma (inconsequentes na medida em que nada retiram ou acrescentam ao seu conteúdo), este diploma carregou uma importante alteração no que respeita à expressão quantitativa do dividendo prioritário. Com efeito, desde que as ações preferenciais surgiram, com a aprovação do CSC⁴³³, que estas deveriam conferir, pelo menos, um dividendo prioritário de 5%⁴³⁴, quer se considerasse o valor nominal da ação ou, na falta deste, o valor de emissão⁴³⁵.

No caso específico das ações sem valor nominal, em que se tomará por referencial para o cálculo do montante do dividendo prioritário o respetivo valor de emissão, a lei consigna uma regra em que procura atender às especificidades destas ações. É por isso que exige que no cálculo do dividendo prioritário a atribuir a estas ações seja deduzido o eventual “*prémio de emissão*”⁴³⁶. Do que aqui se trata é de fazer depender o cálculo do respetivo dividendo prioritário do concreto montante que o acionista tiver despendido na entrada para a sociedade, assim não se computando à eventual margem que lhe tenha acrescido. A leitura desta norma dá-nos a sensação de que, ou o legislador confere aqui um sentido tremendamente amplo ao conceito de valor de emissão, ou, por outro lado, confundiu com este o valor de subscrição. O mesmo é dizer que uma coisa é o valor de emissão e outra é o (eventual) prémio de emissão, sendo que, em princípio⁴³⁷, o valor por que o investidor subscreverá as ações corresponderá à soma de ambos. Assim, pela *ratio* que preside à norma,

⁴³³ Vide o ponto 4.1.2(v) *in fine supra*.

⁴³⁴ Por altura do seu surgimento, no séc. XIX, as ações preferenciais conferiam não raras vezes dividendos de 6%, 10% ou até 12% (cf. HEBERTON EVANS, JR., *The Early History of Preferred Stock* cit., pp. 46 e ss.), não nos olvidemos, todavia, que nesta época as empresas não tinham os mesmos níveis de capitalização e de lucros gerados que nos dias de hoje, em que muitas das empresas que recorrem a estes instrumentos de financiamento apresentam lucros na ordem das centenas (e até de milhares) de milhões.

⁴³⁵ Não ignorando a evolução legislativa de que demos nota anteriormente (cf. ponto 4.3.2(ii) *supra*).

⁴³⁶ Como vimos, este valor está sujeito ao regime aplicável à reserva legal, nos termos do artigo 295.º, n.º 2, alínea a) – podendo a sua existência derivar nomeadamente das razões já aludidas anteriormente (cf. ponto 4.3.2(ii) *supra*).

⁴³⁷ É perfeitamente plausível que, por exemplo, possa o investidor adquirir em mercado secundário estas ações por um valor diferente, consoante a valorização ou desvalorização das mesmas desde a sua emissão.

à partida⁴³⁸, o valor do prémio de emissão já não seria considerado para efeitos de cálculo do dividendo prioritário.

Quer isto dizer que sempre resultou imperativamente da lei a imposição de um dividendo prioritário mínimo, associando-se a fixação desta contrapartida mínima para as ações preferenciais sem direito de voto à ideia de que os seus subscritores deveriam ser efetivamente compensados pela privação do direito de voto que naturalmente inere às ações⁴³⁹. Ora, com a alteração veiculada pelo DL 26/2015, este mínimo legal cifra-se atualmente em apenas 1% de qualquer um daqueles valores. É de aplaudir esta modificação, porquanto confere maior liberdade às sociedades emitentes na configuração das ações a emitir, desta forma encorajando a emissão de ações preferenciais sem direito de voto por algumas empresas que não recorriam a este instrumento de financiamento receosas da elevada contrapartida que estariam obrigadas a oferecer aos subscritores – e do potencial incumprimento que daí adviria, com as gravosas consequências que adiante analisaremos⁴⁴⁰.

Não obstante, este é um aplauso moderado, uma vez que apenas mitiga aquilo que é um injustificado paternalismo legal no campo da emissão de instrumentos de financiamento pelas sociedades anónimas. Podia ter o legislador ido mais longe e ter eliminado por completo esta contrapartida mínima, à imagem do que acontece, por exemplo, no §6.01.(c)(3) do MBCA⁴⁴¹. Julgamos que a melhor solução será aquela que maior liberdade confere às sociedades, e ao mercado, de por si decidirem qual a medida do benefício financeiro a acoplar às ações preferenciais sem direito de voto⁴⁴². Os investidores deverão saber apreciar qual o retorno financeiro mínimo por que aceitam ser privados dos direitos de voto, e, por seu turno, o mercado, através das dinâmicas de oferta e procura destes valores mobiliários, encarregar-se-á de mostrar às sociedades emitentes qual a contrapartida que será considerada suficiente para a subscrição destas ações preferenciais.

⁴³⁸ Visto que, conforme nota ELDA MARQUES (cf. anotação ao artigo 344.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. V, p. 658), poderão os estatutos prever em sentido diverso.

⁴³⁹ Assim escreve, por exemplo, RAÚL VENTURA, *Acções preferenciais* cit., p. 430: “A exigência de um dividendo prioritário mínimo destina-se manifestamente a evitar que o sacrifício do voto tenha como contrapartida um privilégio irrisório”. No mesmo sentido, por exemplo, CARLOS OLAVO, *O dividendo prioritário* cit., p. 373.

⁴⁴⁰ Vide o ponto 4.3.4 *infra*.

⁴⁴¹ O mesmo sucede, por exemplo, no caso alemão e no caso espanhol (cf. ponto 4.2 *supra*).

⁴⁴² Neste sentido, por exemplo, OSORIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., p. 304.

Como é perceptível pelo teor da norma, a lei faz depender o pagamento do dividendo prioritário da existência de lucros distribuíveis (outro não pode ser, aliás, o sentido da remissão para os artigos 32.º e 33.º). É, por isso, condição *sine qua non* do pagamento destes dividendos a existência de lucros distribuíveis nos termos da lei, o que incluirá tanto os lucros do exercício que satisfaçam aquelas exigências legais como, de resto, a riqueza que a sociedade tenha acumulado (por exemplo, em reservas livres) e que seja passível de distribuição⁴⁴³⁻⁴⁴⁴. Mas esta condição é mais do que um simples requisito prévio. Aliada ao conteúdo das normas legais que versam sobre a prioridade deste dividendo (que veremos já a seguir), infere-se também desta parte do regime legal em apreço a natureza obrigatória do dividendo prioritário, ou seja, havendo lucros distribuíveis, deve a sociedade consigná-los ao pagamento dos dividendos prioritários que assistam a estas ações preferenciais. A conclusão pela obrigatoriedade que assiste a este dividendo é, de resto, defendida de forma praticamente unânime pela doutrina há já algum tempo.

Quanto a este aspeto veio o DL 26/2015 acrescentar à fisionomia do dividendo prioritário inelutável clareza ao acrescentar ao artigo 342.º, quanto à falta de pagamento do dividendo prioritário⁴⁴⁵, um novo n.º 5, que de forma inequívoca prevê que, perante a existência de lucros distribuíveis, “a sociedade é obrigada a proceder ao pagamento do dividendo prioritário”. Note-se que a obrigatoriedade estabelecida por esta norma vai ao ponto de implicar que, na falta de deliberação da assembleia geral que determine o pagamento do dividendo prioritário a que estes acionistas preferenciais têm direito, seja o seu “recebimento (...) suscetível de execução específica”.

A respeito desta norma importa fazer um breve reparo quanto àquela que julgamos ser a sua correta interpretação, numa leitura deste novo preceito que busca auxílio na norma ínsita no artigo 99, n.º 2, da LSC⁴⁴⁶⁻⁴⁴⁷. Quando se diz que o recebimento (leia-se, pagamento)

⁴⁴³ Vide o ponto 2.2.3(i) *supra*.

⁴⁴⁴ Neste sentido, por exemplo, OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., p. 304. Cumpre aqui salientar que a eleição pela lei dos lucros distribuíveis como o “baú” de que podem ser pagos estes dividendos prioritários consiste na solução que joga de melhor forma com cumprimento das exigências decorrentes do princípio da intangibilidade do capital social. Assim, ELDA MARQUES, anotação ao artigo 344.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. V, p. 653.

⁴⁴⁵ Vide ponto 4.3.4 *infra*.

⁴⁴⁶ Com a seguinte redação: “Existiendo beneficios distribuibles, la sociedad está obligada a acordar el reparto del dividendo mínimo a que se refiere el párrafo anterior”. Para uma melhor contextualização, voltamos a

do dividendo prioritário é peticionável através de ação de execução específica, não se quer com isto dizer que bastará apresentar um pedido ao tribunal comprovando que existem lucros distribuíveis e que não foram pagos quaisquer dividendos prioritários – tal redundaria apenas no reconhecimento judicial desse mesmo direito. Com efeito, o pagamento do dividendo prioritário aos acionistas preferenciais, mesmo sendo obrigatório, não deixa de ser um ato material dependente de um ato volitivo da sociedade, ou seja, nem por isso se torna imprescindível a deliberação aprovada pela assembleia geral que expresse a vontade da sociedade em pagar aqueles dividendos⁴⁴⁸. Neste sentido vão as palavras de RAÚL VENTURA quando afirma que “*o direito concreto e activo de receber o dividendo prioritário nasce com a deliberação de atribuição dos lucros e não simplesmente com a aprovação de contas de exercício*”⁴⁴⁹.

Em suma, o significado desta norma está, pois, em afirmar a suscetibilidade de execução específica da obrigação de aprovação da referida deliberação, visto que o tribunal não se poderá substituir à sociedade na conformação do seu conteúdo. Desta forma, perante o incumprimento do dever de pagamento do dividendo prioritário deverá ser intentada ação judicial de execução específica de acordo com o artigo 830.º, do CC⁴⁵⁰⁻⁴⁵¹, em que, pela

transcrever o disposto no n.º 1 do artigo 99 que, como vimos (*vide* ponto 4.2.3 *supra*), dispõe o seguinte: “*Los titulares de participaciones sociales y las acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo, fijo o variable, que establezcan los estatutos sociales. Una vez acordado el dividendo mínimo, sus titulares tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las participaciones sociales o a las acciones ordinarias*”.

⁴⁴⁷ Partilhando, desta forma, a opinião sufragada por ELDA MARQUES (cf. *Ações preferenciais: as alterações introduzidas pelo DL n.º 26/2015, de 6-02, in E* depois do Código das Sociedades em Comentário, IDET, 6, Almedina, 2016, p. 158), que sobre o artigo 341.º, n.º 5, escreve o seguinte: “*Segundo nos parece, a redação do n.º 5 do art. 342.º não é particularmente feliz. Impõe a cargo da sociedade o dever de pagamento do dividendo prioritário, desde que existam lucros distribuíveis, mas o que verdadeiramente parece intentar prescrever é o dever da coletividade de sócios deliberar a atribuição do dividendo prioritário, se a aprovação das contas anuais revelar a existência de lucros distribuíveis*”.

⁴⁴⁸ Em consonância com o que vimos acerca do surgimento do direito ao dividendo, que nasce com a deliberação da sua distribuição (neste caso, do seu pagamento) e não com a deliberação da aprovação de contas (*vide* o ponto 2.2.3(ii) *supra*).

⁴⁴⁹ Cf. RAÚL VENTURA, *Acções preferenciais* cit., p. 432. Refira-se que nesta afirmação o insigne Professor acolhe a posição defendida na doutrina italiana por RAFFAELE NOBILI e MARCO VITALE no comentário à lei italiana (cf. *La riforma delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1975).

⁴⁵⁰ Neste sentido, ELDA MARQUES, *Ações preferenciais: as alterações introduzidas pelo DL n.º 26/2015* cit., p. 158.

⁴⁵¹ Sobre a aplicabilidade do artigo 830.º, do CC, à execução específica de obrigações sociais remetemos ulterior desenvolvimento para, entre outros, JOANA TORRES EREIO / FILIPA DE ARAGÃO HOMEM, *Da aplicação do artigo 830.º do CC na praxis societária – a execução específica de obrigações sociais e parassociais*, in *Revista de Direito Civil*, Ano I (2016), 3, pp. 639-700.

apresentação de uma proposta de deliberação de aplicação de resultados ou de distribuição de lucros (consoante o caso), se requeira ao tribunal que profira sentença “*que produza os efeitos da declaração negocial*” (artigo 830.º, n.º 1, do CC) que a sociedade faltosa estava obrigada a emitir, *i.e.* uma deliberação de sócios que determine o pagamento dos dividendos prioritários em falta.

(ii) *Idem: a natureza tripartida da prioridade*

No que ao carácter prioritário destes dividendos se refere, o DL 26/2015 deu efetivamente um grande (e louvável) passo no sentido da flexibilização do regime das ações preferenciais sem direito de voto. Neste contexto, as novidades carregadas pelo diploma encontram-se na adição de dois novos números ao artigo 341.º, em concreto, os novos n.ºs 3 e 4. Quanto ao n.º 2, como vimos, única a alteração substancial foi no plano da contrapartida mínima associada estas ações preferenciais.

Em contraste com o texto atual, a versão anterior pecava por defeito na densificação legal do conceito da prioridade no recebimento do dividendo por estes acionistas⁴⁵². Isto levou a que fosse relegado para o plano doutrinário a concretização do sentido do então solitário artigo 341.º, n.º 2. Assim, e antes que nos debrucemos em concreto sobre este “renovado” regime legal, passemos breve revista sobre a opinião da doutrina em momento prévio à alteração promovida pelo DL 26/2015.

De acordo com os ensinamentos de RAÚL VENTURA, o privilégio concedido às ações preferenciais sem direito de voto “*esgota-se*”⁴⁵³ na atribuição preferencial da correspondente percentagem fixada (pelo contrato ou, supletivamente, pela lei). Uma vez cumprida a obrigação de pagamento do dividendo prioritário, os lucros remanescentes deverão ser distribuídos entre os acionistas ordinários de modo a que a cada um deles caiba o que tiver sido pago a título de dividendo prioritário aos acionistas preferenciais. Só depois destas duas primeiras “fases” de distribuição serão distribuídos igualitariamente entre todos os

⁴⁵² Face à pobreza da disciplina legal do instituto escrevia VIEIRA PERES (cf. *Acções preferenciais* cit., p. 365), logo na ressaca da aprovação do CSC, em jeito de adivinhação (acertada, diga-se), que tal “*importa em arrelhadoras dúvidas e incertezas suficientemente graves para provocarem por certo a não utilização destas acções, as quais, deste modo, dificilmente vingarão*”.

⁴⁵³ Cf. RAÚL VENTURA, *Acções preferenciais* cit., p. 431.

acionistas, ordinários e preferenciais, os lucros excedentários que a sociedade tenha deliberado distribuir⁴⁵⁴.

OSÓRIO DE CASTRO alinha na mesma ideia, explicando que depois de pago o dividendo prioritário, “os lucros excedentes que a assembleia geral deliberar distribuir reverterão primeiramente em favor dos outros sócios, até ao montante do dito dividendo, e o restante será repartido por todos, de modo igualitário”⁴⁵⁵.

É também da mesma opinião VIEIRA PERES, salientando que perante a “suficiência de resultados para distribuição igualitária por todas as acções, em montante igual ou superior ao dividendo preferencial, o privilégio destas acções passa despercebido”, admitindo também que possa ser estabelecido um “privilégio de majoração do dividendo”⁴⁵⁶.

Já para PAULO OLAVO CUNHA, depois de terem sido pagos os dividendos prioritários às ações preferenciais, “o restante lucro distribuível, se ainda existir, será partilhado igualmente por todas as acções, nele participando em pé de igualdade com as acções ordinárias as acções preferenciais, agora no exercício de um direito geral (art. 341º, n.º3)”⁴⁵⁷. Isto significa que estamos aqui perante uma visão diferente do dividendo prioritário, uma vez que ele já não se basta com o recebimento inicial do dividendo, em momento prévio à partilha por todos os acionistas, consubstanciando também um acréscimo face aos dividendos dos acionistas ordinários (pelo montante correspondente à percentagem fixada para o dividendo prioritário).

Do mesmo modo, CARLOS OLAVO defende também que, por interpretação daquele preceito legal, o dividendo prioritário deva consistir num *plus* face aos dividendos ordinários, razão pela qual “os lucros sobrantes à afectação do pagamento do dividendo prioritário deverão ser distribuídos igualmente entre todas as acções, sejam elas ordinárias, sejam elas preferenciais sem voto”⁴⁵⁸.

⁴⁵⁴ Idem, p. 438.

⁴⁵⁵ Cf. OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., pp. 304-305.

⁴⁵⁶ Cf. VIEIRA PERES, *Acções preferenciais* cit., p. 367.

⁴⁵⁷ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., p. 159. Devemos chamar a atenção para o facto de a disposição legal citada, a respeito dos direitos conferidos pelas ações preferenciais sem direito de voto, corresponder atualmente ao artigo 341.º, n.º 5.

⁴⁵⁸ Cf. CARLOS OLAVO, *O dividendo prioritário* cit., p. 376.

Como se deixou exposto, não era consensual à luz do regime anterior qual deveria ser o significado da expressão “*dividendo prioritário*”⁴⁵⁹ de acordo com o disposto no artigo 341.º, confrontando-se duas correntes principais quanto à regra que deveria imperar na distribuição de lucros numa sociedade em que simultaneamente convivessem ações ordinárias e ações preferenciais sem direito de voto. Antevendo já parte daquele que é o nosso entendimento quanto ao que julgamos ser a natureza tripartida do dividendo prioritário atualmente⁴⁶⁰, começemos por denominar, por razões de certeza e comodidade no seu estudo, aquelas duas naturezas.

Assim, e com base na tese defendida por RAÚL VENTURA, OSÓRIO DE CASTRO e VIEIRA PERES de que os acionistas preferenciais, depois de lhes serem pagos os seus dividendos prioritários, apenas participarão na partilha do remanescente dos lucros (em condições de igualdade entre todos os acionistas) uma vez pagos dividendos às ações ordinárias em igual medida, estaremos perante um dividendo prioritário que se pode designar de natureza prioritária *stricto sensu*, porquanto o privilégio em causa se basta com a prioridade no seu recebimento. Vista de outra perspetiva, poder-se-á igualmente dizer que esta é uma natureza dedutiva, na medida em que os acionistas preferenciais só voltarão (eventualmente) a ser considerados na distribuição dos lucros uma vez deduzido ao remanescente destes o valor total que lhes foi pago.

Por sua vez, considerando a posição de PAULO OLAVO CUNHA e CARLOS OLAVO, que veem o dividendo prioritário como um direito que deve acrescer aos demais direitos patrimoniais que assistem aos acionistas preferenciais por efeito da sua qualidade sócios, entre os quais, o direito a quinharem nos lucros da sociedade (por interpretação do disposto no artigo 341.º, n.º 5), levando a que depois de pagos os dividendos prioritários estes possam participar na partilha dos lucros em condições de igualdade com os demais acionistas, estaremos perante um dividendo prioritário de natureza adicional, porquanto os acionistas

⁴⁵⁹ No plano da análise terminológica das palavras de que faz uso a lei portuguesa, concluía CARLOS OLAVO (cf. *O dividendo prioritário* cit., p. 375) ser infrutífera a busca de uma solução para a regra da distribuição de lucros no significado daquelas, visto que, “*se a referência a prioridade leva, em primeira análise, à noção de antes, a menção da preferência inculca a ideia de mais*”, sendo que “*a própria prioridade significa também primazia*”.

⁴⁶⁰ Cf. FERREIRA MALAQUIAS / BARBOSA MOURA, *As recentes alterações ao Código das Sociedades Comerciais em matéria de ações preferenciais*, in *Actualidad Jurídica*, 41, Dykinson, 2015, p. 153.

preferenciais receberão (eventualmente), na prática, dois dividendos: um especial (e com prioridade), o outro geral.

Felizmente, em abono da clareza do regime, o DL 26/2015 veio dissipar as dúvidas existentes quanto às modalidades típicas de dividendos prioritários que podem ser estabelecidas no contrato de sociedade, prevendo expressamente ambas as naturezas acima descritas. A chave para a compreensão desta problemática encontra-se no novo n.º 3, do artigo 341.º, que diz que o dividendo prioritário descrito no n.º 2 “*atribui aos titulares de ações sem direito de voto uma prioridade no seu recebimento face aos demais acionistas, exceto se o contrato de sociedade estabelecer que o mesmo atribui o direito a um dividendo adicional, o qual, além de ser pago com prioridade, deve acrescer aos dividendos a atribuir a cada acionista*”.

Da leitura desta norma salta à vista uma ilação inevitável: o legislador previu como regra geral supletiva a natureza prioritária *stricto sensu* (ou dedutiva) do dividendo prioritário que assiste aos acionistas preferenciais⁴⁶¹. Mas, num mesmo golpe, veio também expressamente conceder às sociedades emitentes a possibilidade de configurarem este dividendo prioritário com uma natureza adicional, bastando que, para tal, esta natureza fique vinculada no contrato de sociedade.

Impera que se faça um breve apontamento à exigência legal de previsão contratual a que alude o artigo 341.º, n.º 3. Com efeito, entendemos que neste contexto não foi intenção do legislador criar um requisito complementar àquele que já resulta do disposto no n.º 1, e ao qual já nos referimos⁴⁶². Ou seja, não se exige às sociedades que façam incluir no contrato de sociedade uma autorização para a emissão de ações preferenciais sem direito de voto que preveja também a possibilidade de que estas ações sejam de natureza adicional. Julgamos que uma tal interpretação da norma traria resultados catastróficos para a sociedade emitente, visto que a (infeliz) utilização da palavra “*exceto*” conduziria a que esta interpretação obrigasse a sociedade a decidir-se rigidamente pela emissão de ações preferenciais sem direito de voto de

⁴⁶¹ Era também assim que víamos a questão no ano desta alteração ao CSC (cf. FERREIRA MALAQUIAS / BARBOSA MOURA, *As recentes alterações ao Código das Sociedades Comerciais* cit., p. 153). No mesmo sentido, ELDA MARQUES, *Ações preferenciais: as alterações introduzidas pelo DL n.º 26/2015* cit., p. 160 e DANIELA FARTO BAPTISTA, *Ações preferenciais sem voto (em particular, as detidas por investidores qualificados)*, IV Congresso DSR, 2016, pp. 420-421.

⁴⁶² Vide o ponto 4.3.2(i) *supra*.

natureza prioritária *stricto sensu* ou, alternativamente, de natureza adicional – não permitindo assim que uma sociedade, através de emissões diferentes, recorresse a ações preferenciais de ambas as naturezas referidas.

Desta sorte, parece-nos que a melhor interpretação da norma será aquela que se compatibiliza com o disposto no artigo 272.º, alínea c), impondo que, por ocasião da emissão de ações preferenciais sem direito de voto de natureza adicional, se faça constar no contrato de sociedade esta natureza, descrevendo de modo suficientemente claro a regra que se deve seguir na distribuição dos lucros que descrevemos anteriormente e que culmina na atribuição aos acionistas preferenciais de um direito (especial) a um dividendo prioritário que acresce ao direito (geral) de quinhão nos lucros da sociedade nos termos gerais. Por conseguinte, aproveitamos o ensejo para propor uma interpretação corretiva da segunda parte do artigo 341.º, n.º 3, de modo a esta norma seja lida da seguinte forma: “*exceto se no contrato de sociedade se estabelecer que o mesmo atribui o direito a um dividendo adicional, o qual, além de ser pago com prioridade, deve acrescer aos dividendos a atribuir a cada acionista*”.

Por último, resta ainda analisar a terceira modalidade típica de dividendo prioritário das ações preferenciais sem direito de voto, em que este assume uma natureza exclusiva ou preclusiva⁴⁶³. Encontramo-la prevista no artigo 341.º, n.º 4, que consagra um novo “*regime diferenciado*”⁴⁶⁴, e que se circunscreve, na letra da lei, às ações preferenciais sem direito de voto “*subscritas exclusivamente por investidores qualificados, na aceção do Código dos Valores Mobiliários, e que não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado*”.

Dizemos que se trata de um dividendo prioritário de natureza exclusiva porque, de acordo com a lei, estas ações preferenciais sem direito de voto “*apenas conferem direito ao dividendo prioritário previsto no contrato de sociedade, não participando do remanescente dos dividendos a atribuir a todas as ações*”. Conforme escreve ELDA MARQUES, um tal dividendo exclusivo comportar-se-á “*simultaneamente como dividendo máximo*

⁴⁶³ A respeito das ações que confirmam esta modalidade de dividendo, ELDA MARQUES (cf. *Ações preferenciais: as alterações introduzidas pelo DL n.º 26/2015* cit. pp. 150-151) chega mesmo a falar em ações preferenciais sem direito de voto “*de nova geração*”, por contraposição às ações preferenciais sem direito de voto “*clássicas*”, afirmando que as primeiras “*correspondem a ações sem direito de voto, cujo regime pode ser configurado nos estatutos com muito maior amplitude, ao abrigo dos novos n.ºs 4 dos arts. 341.º e 342.º, podendo apresentar, por conseguinte, conformações diferentes daquelas que caracterizam as ações preferenciais sem direito de voto até então previstas no CSC*”.

⁴⁶⁴ Cf. DANIELA FARTO BAPTISTA, *Ações preferenciais sem voto* cit., p. 434.

(Höchstdividende), *cabendo aos demais acionistas um excedente ou excesso de lucro (Übergewinn)*” explicando que estes “*correspondem às denominadas, pela doutrina alemã, «ações preferenciais limitadas» ou «ações preferenciais assemelháveis a obrigações» («limitierte Vorzugsaktien», «obligationenähnliche Vorzugsaktien»)*”⁴⁶⁵.

Ou seja, os titulares destas ações preferenciais, que (supostamente) devem ser investidores qualificados, somente têm direito a um dividendo prioritário exclusivo de montante correspondente à percentagem do valor nominal da ação – ou na falta deste, do respetivo valor de emissão – fixada pela sociedade na deliberação de emissão (ou, caso a sociedade não use desta faculdade, correspondente a 1% de um daqueles dois valores, nos termos do artigo 341.º, n.º 1). Tal decorre do facto de ser a própria lei a vedar aos titulares destas ações o acesso à distribuição do remanescente dos lucros da sociedade. Poder-se-á assim dizer que o recebimento deste dividendo prioritário tem um efeito preclusivo relativamente ao direito geral de quinhonar nos lucros da sociedade⁴⁶⁶, uma vez que é a lei que permite expressamente que a sociedade emitente impeça os titulares destas ações de fazerem valer aquele direito geral, dir-se-á, pois, que o exercício do direito especial preclui o exercício de um direito geral.

Considerando o que afirmámos no anterior parágrafo, podemos concluir que das ações preferenciais sem direito de voto emitidas por uma sociedade de modo a conferir um dividendo prioritário de natureza exclusiva poderá, na prática, resultar para os acionistas preferenciais seus titulares um montante de dividendo prioritário individual inferior àquele montante que será individualmente pago aos demais acionistas por força do seu direito geral a quinhonarem nos lucros da sociedade⁴⁶⁷. Perante um tal cenário, o único privilégio que estas ações incorporarão corresponderá à prioridade no seu recebimento, à semelhança do que sucede no caso de um dividendo de natureza prioritária *stricto sensu*, com a agravante de

⁴⁶⁵ Cf. ELDA MARQUES, *Ações preferenciais: as alterações introduzidas pelo DL n.º 26/2015* cit., p. 160.

⁴⁶⁶ Não, necessariamente, com o significado processual do termo, mas antes apelando à sua etimologia (do latim *praeclūdēre*, «barrar; obstruir; impedir» - cf. precludir in *Dicionário infopédia da Língua Portuguesa com Acordo Ortográfico* [em linha]. Porto: Porto Editora, 2003-2017. Disponível na Internet: <https://www.infopedia.pt/dicionarios/lingua-portuguesa/precludir>).

⁴⁶⁷ Neste sentido, ELDA MARQUES, *Ações preferenciais: as alterações introduzidas pelo DL n.º 26/2015* cit., pp. 163-164.

poderem vir a incorporar uma desvantagem latente na medida em que haja lucros suficientes para satisfazer os direitos (gerais e especiais) de todos os acionistas.

Por esta altura da presente exposição importa ter presente o que anteriormente se disse acerca da proibição de estipulação de pactos leoninos⁴⁶⁸. Com efeito, não sendo lícito à sociedade excluir os acionistas da participação nos lucros, estaremos perante uma situação que deva ser analisada sob este ponto de vista não apenas quando uma qualquer convenção o diga expressa e inequivocamente, mas também, por outro lado, quando esta exclusão seja materialmente visível, ainda que não se descubra formalmente. O mesmo é dizer que, no caso concreto das ações preferenciais com dividendos prioritários de natureza exclusiva, não podem as condições de emissão configurar estas ações preferenciais de tal modo que, na realidade, os seus titulares sejam verdadeiramente excluídos da partilha dos lucros da sociedade face à irrisória quantia que lhes cabe daqueles lucros.

Ora, julgamos surgir aqui um problema por força do modo como é construído o atual regime legal. Uma vez que, como vimos, a lei estabelece um limite mínimo de 1% do respetivo valor nominal (ou do valor de emissão) para a atribuição do dividendo prioritário às ações preferenciais sem direito de voto, somos forçados a concluir que foi este o valor que o legislador decidiu ser suficiente para garantir que pela sua fixação não se correria o risco de se convencionarem pactos leoninos⁴⁶⁹.

Sem prejuízo de nos opormos veementemente à estipulação de um limite mínimo para o dividendo prioritário, a conclusão que se enunciou não nos parece ofensiva da proibição de estipulação de pactos leoninos nos casos de dividendos de natureza prioritária *stricto sensu* ou de natureza adicional, porquanto em ambos os casos os acionistas preferenciais continuam a ter direito a participar na distribuição dos lucros da sociedade por força do seu direito geral a quinharem nestes. Todavia, tal não sucede nesta terceira modalidade de dividendo prioritário, em que este dividendo estabelece o limite de lucros a que os acionistas preferenciais terão direito. Acresce, como veremos posteriormente, que poder-se-á inclusivamente estipular nas condições de emissão que o dividendo prioritário

⁴⁶⁸ Vide o ponto 2.2.3(iv) *supra*.

⁴⁶⁹ Para além do seu significado no plano da compensação do acionista preferencial pela privação do direito de voto (vide ponto 4.3.3(i) *supra*).

“correspondente a exercícios em que não tenham sido gerados lucros distribuíveis seja considerado perdido” (artigo 342.º, n.º 4, alínea b)). Em suma, estes acionistas poderão receber uma ínfima parte dos lucros da sociedade, e nada mais – o que se aproxima perigosamente de uma partilha nos lucros de expressão irrisória –, podendo também nem vir a receber lucros em determinados exercícios. Melhor teria sido que o DL 26/2015 tivesse abolido o limite mínimo que hoje se cifra em 1% e assim deixasse o ajuizamento destes problemas para a interpretação do artigo 22.º, n.º 3, o que no estado atual das coisas se revelará mais obscuro porquanto a averiguação da estipulação de pactos leoninos nestes casos encontrará naquele limite um obstáculo legal.

Sobre esta modalidade de dividendo prioritário interessa também tecer algumas considerações sobre as razões que justificam a aceitação legal da regra de distribuição de lucros que se referiu nos parágrafos anteriores, em especial quanto à utilização do conceito de investidor qualificado⁴⁷⁰. No embalo aclarador que pautou a alteração promovida pelo DL 26/2015, achou por bem o legislador referir expressamente que deveria a “qualificação” dos investidores seguir a aceção desta noção vertida no CVM. Assim, deverão ser considerados para o efeito quer os sujeitos elencados no artigo 30.º, do CVM, quer também aqueles sujeitos que mereçam igual tratamento por força do disposto nos artigos 317.º-A, 317.º-B e 317.º-C, todos do CVM⁴⁷¹.

Como é sobejamente sabido, no mundo dos mercados de capitais e dos valores mobiliários reveste-se de grande importância o princípio da proteção do investidor, surgindo a finalidade tutelar que deste escorre, em paralelo com a eficiência do mercado, “*enquanto função última do Direito dos valores mobiliários*”⁴⁷². A força do princípio da proteção do investidor é aliviada, no entanto, quando estamos perante investidores qualificados. É que estes investidores têm comumente uma menor aversão ao risco, sendo geralmente possuidores de uma maior experiência e estando dotados de um nível superior de conhecimentos técnicos, o que lhes permite tomar decisões de investimento de modo mais informado e ponderado que o investidor comum, mitigando assim as probabilidades de

⁴⁷⁰ Sobre a contraposição entre investidores qualificados e investidores não qualificados *vide*, entre outros, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* cit., pp. 237 e ss..

⁴⁷¹ Neste sentido, DANIELA FARTO BAPTISTA, *Ações preferenciais sem voto* cit., p. 434.

⁴⁷² Cf. B. MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, p. 89.

insucesso dos investimentos realizados⁴⁷³. É, pois, de acordo com esta *ratio* que o legislador veio agora prever um novo distinto daquele que já vigorava especialmente pensado para estes investidores (muitas vezes investidores institucionais, como são disso exemplo os *hedge funds* e os fundos de investimento em geral), aceitando a deterioração dos direitos associados às respetivas ações preferenciais sem direito de voto com base na confiança que deposita no discernimento dos investidores qualificados. É também por esta razão que impede que sejam oferecidos dividendos prioritários de natureza exclusiva ao público em geral, através da negociação em mercado regulamentado. Contudo, fica por perceber se foi voluntária ou não a criação de um subterfúgio a este regime pela não proibição de negociação subsequente destes valores mobiliários fora de mercado regulamentado, ou seja, através de operações *over the counter*, por exemplo⁴⁷⁴.

(iii) *O direito ao reembolso prioritário das ações*

Para além do direito a um dividendo prioritário associado às ações preferenciais sem direito de voto, é também previsto na parte final do artigo 341.º, n.º 2, o direito ao reembolso prioritário do valor das ações em situação de liquidação da sociedade, conforme resulta da letra da lei – “As ações sem direito de voto conferem direito a um dividendo prioritário (...) e ao reembolso prioritário do seu valor nominal ou do seu valor de emissão na liquidação da sociedade”. É, pois, com base nesta cumulação de direitos que se fala da “dupla vertente” da preferência inerente às ações preferenciais sem direito de voto⁴⁷⁵.

⁴⁷³ Como escreve DANIELA FARTO BAPTISTA, *Ações preferenciais sem voto* cit., p. 435: “Se preferirmos, serão aqueles que se presume terem o conhecimento e a capacidade técnica necessários para tomar as decisões de investimento mais adequadas ao seu perfil e à sua situação financeira, enfrentando de forma menos permeável a incerteza do sucesso das suas opções”.

⁴⁷⁴ Assim, ELDA MARQUES (*Ações preferenciais: as alterações introduzidas pelo DL n.º 26/2015* cit., pp. 152-153) parece induzir a ideia de que esta opção do legislador foi consciente por ser aparentemente inevitável quando diz que o “risco de alienação – transações fora da bolsa (OTC: over the counter) – existirá sempre (e a respetiva transação será válida, porquanto estará em causa um negócio de aquisição derivada), mas o potencial de transações com outros investidores, mormente não qualificados, é naturalmente mais reduzido”.

⁴⁷⁵ Cf. OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., p. 303. Por sua vez, RAÚL VENTURA (cf. *Acções preferenciais* cit., p. 430) aponta para a existência de um “duplo privilégio”, sendo que nenhum dos dois “pode ser retirado nem pelo contrato de sociedade, nem pela deliberação de emissão”.

O direito ao reembolso prioritário do valor destas ações preferenciais, seja ele o valor nominal ou o valor de emissão, apresenta-se como um direito manifestamente menos complexo que o direito ao dividendo prioritário. Como se extrai facilmente da norma legal que transcrevemos no parágrafo anterior, o que está em causa é o direito a receber o valor desembolsado pelo acionista preferencial a título de entrada aquando da aquisição da qualidade de acionista. Considerando o que já afirmámos sobre a liquidação da sociedade a propósito do lucro de liquidação que assiste aos acionistas⁴⁷⁶, percebe-se que a prioridade no reembolso do valor da sua participação social significa, pois, que estes acionistas, em cenário de liquidação da sociedade (artigos 146.º e ss.), deverão recuperar aquele valor antes de todos os acionistas ordinários e (eventualmente) de outros acionistas preferenciais que possuam direitos especiais sobre o ativo de liquidação de valor hierárquico inferior⁴⁷⁷. Mas, claro, este direito especial só terá efetivamente expressão real se, uma vez integralmente liquidado o passivo social, nos termos do artigo 154.º, sobrar ainda o ativo restante a que se refere o artigo 156.º, n.º 1. Desta forma, os acionistas deverão concorrer entre si no rateio daquele ativo de acordo com o princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas e com o conteúdo dos respetivos direitos especiais⁴⁷⁸.

Compreende-se, pois, que este privilégio se sinta com maior intensidade quando a sociedade em liquidação não disponha de ativo restante suficiente para reembolsar todos os seus acionistas pelos valores das respetivas participações sociais (quer se tratem de valores nominais ou de emissão). Caso assim não seja, numa situação em que aquele ativo satisfaça as pretensões de todos os acionistas em serem reembolsados, podendo até caber a cada um montante superior ao que corresponde ao valor da sua participação – caso em que estaremos perante a distribuição de lucros de liquidação aos acionistas –, conforme nota OSÓRIO DE CASTRO, “*os accionistas sem voto não recebem mais do que os restantes*”, dado que

⁴⁷⁶ Vide o ponto 2.2.3(iii) *supra*.

⁴⁷⁷ Sem prejuízo do que se disse sobre a potencial concorrência entre ações preferenciais de categorias diversas, pronuncia-se neste sentido PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais* cit., p. 439: “*Trata-se verdadeiramente de um reembolso prioritário: a prioridade no reembolso visa assegurar que os titulares destas ações, na liquidação, sejam pagos quanto ao valor nominal ou valor de emissão das suas participações antes de todos os demais*”.

⁴⁷⁸ É que, como já tivemos oportunidade de introduzir, pode a sociedade em questão ter efetuado várias emissões de ações preferenciais sem direito de voto (ou outras) em que tenham sido criados diferentes direitos especiais sobre o ativo de liquidação. É disso exemplo manifesto o caso das ações preferenciais de 1.ª e 2.ª classe, estas últimas subordinadas face às primeiras.

estaremos perante um cenário em que o valor do ativo de liquidação será “*pelo menos igual ao valor nominal do capital social*”⁴⁷⁹.

No sentido desta conclusão importa fazermos um último reparo à redação da norma em apreço no que se refere ao reembolso das ações sem valor nominal. Note-se que, contrariamente ao que sucede em matéria de dividendo prioritário, no reembolso prioritário o legislador não incluiu na previsão da norma o desconto do eventual prémio de emissão. Apesar da aparente diferença que referimos, não nos parece que o legislador terá querido com esta deixar a porta aberta a que o reembolso do valor das ações sem valor nominal incluía também o (eventual) prémio de emissão que haja sido pago. Desde logo porque isso implicaria uma infundada e injusta desigualdade para com os outros casos, ou seja, em que estivéssemos perante sociedades com ações com valor nominal (visto que aqui é claro que o reembolso se faz apenas por aquele valor e não inclui os respetivos ágios que possam ter sido desembolsados pelos acionistas).

Por outro lado, tendo em conta tudo o que se disse no âmbito do segundo capítulo da presente dissertação⁴⁸⁰, e em especial face ao disposto nos artigos 295.º e 296.º, parece-nos que os prémios de emissão passam a fazer parte do património da sociedade a partir do momento em que são pagos (seja qual for a razão pela qual sejam devidos), sobre o mesmo concorrendo, por isso, várias pretensões individuais – uma por cada acionista da sociedade – quanto à sua distribuição a título de lucro de acordo com o rateio que for ditado pelo princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas. Não nos choca, porém, que ao abrigo da sua autonomia privada a sociedade decida atribuir um direito especial ao reembolso prioritário cumulativo do valor da participação social e daquela margem, desde que tal hipótese seja igualmente possível para o ágio sobre o valor nominal e o prémio de emissão. Parece-nos, assim, que tudo se resume, conforme disso demos nota anteriormente⁴⁸¹, à infelicidade da alusão ao “*prémio de emissão*” pelo artigo 341.º, n.º 2, situação que poderia (e deveria) ter sido clarificada pelo DL 26/2015 mas que passou despercebida.

⁴⁷⁹ Cf. OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., p. 307.

⁴⁸⁰ Vide o ponto 2 *supra*.

⁴⁸¹ Vide o ponto 4.3.3(i) *supra*.

4.3.4 Falta de pagamento do dividendo prioritário

(i) *Regime geral*

Depois de já termos visto o regime legal em vigor aplicável aos dois direitos especiais típicos que inerem às ações preferenciais sem direito de voto, com maior ênfase (naturalmente) para o dividendo prioritário, importa agora determo-nos sobre o regime legal previsto para a situação de incumprimento, por parte da sociedade, quanto ao pagamento do dividendo prioritário. Assim, e como tem vindo a ser hábito ao longo deste capítulo, começemos por analisar o impacto do DL 26/2015 neste preceito.

Já foi amiúde referida a intenção clarificadora deste diploma, que se propôs em melhorar o regime legal das ações preferenciais sem direito de voto também através de uma revisão da técnica legal enunciativa impressa nas normas em questão. Ora, se havia prova da obscuridade deste regime antes do DL 26/2015, o artigo 342.º, n.º 1, era uma delas⁴⁸². Assim, é agora claro de acordo com a nova redação da norma que perante a insuficiência dos lucros distribuíveis para a satisfação do dividendo prioritário, “*de determinado exercício*”, devem aqueles ser proporcionalmente repartidos pelas ações preferenciais sem direito de voto existentes. Ora, um primeiro reparo quanto a esta norma basta-se com a densificação do rateio proporcional que é previsto. Este, feito sob a égide do princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas, deve respeitar a eventual multiplicidade de emissões destas ações preferenciais que a sociedade tenha efetuado⁴⁸³.

Mas aquela norma só ganha o seu verdadeiro significado quando conjuntamente interpretada com a que está presente no artigo 342.º, n.º 2 – onde se passou a dizer que o dividendo prioritário de cada exercício social deve ser “*integralmente*” pago nesse mesmo exercício. De acordo com o disposto na norma ora em apreço, se os dividendos prioritários de um determinado exercício não tiverem sido cabalmente pagos, nem por isso se considerarão

⁴⁸² Esta disposição tinha a seguinte redação: “*Se os lucros distribuíveis ou o activo de liquidação não forem suficientes para satisfazer o pagamento do dividendo, do valor nominal ou do valor de emissão das acções, nos termos previstos no n.º 2 do artigo 341.º, são repartidos proporcionalmente pelas acções preferenciais sem voto*”.

⁴⁸³ Ou seja, havendo, por exemplo, diferentes classes de ações preferenciais sem direito de voto, podem algumas delas ser preteridas em cenário de insuficiência de lucros distribuíveis.

imediatamente extintos, devendo ser pagos “*nos três exercícios seguintes, antes do dividendo relativo a estes, desde que haja lucros distribuíveis*”.

Esta “*curiosa característica*”⁴⁸⁴ leva a que a doutrina nacional qualifique o dividendo prioritário como sendo “*cumulativo*”⁴⁸⁵, visto que o dividendo prioritário que não for pago no respetivo exercício social não deixa de ser devido ao acionista preferencial, transportando-se a obrigação do seu pagamento – a cargo da sociedade – para o exercício social seguinte, em que se cumulará com o dividendo prioritário que aí for devido. Desta forma, o direito ao dividendo prioritário tem um “prazo de validade” de quatro exercícios sociais⁴⁸⁶, só deixando de ser devido após o decurso desse lapso temporal, pelo que resulta do exposto que estamos perante uma cumulatividade limitada⁴⁸⁷. Sem embargo, veio o DL 26/2015 prever de forma inovadora que este “prazo de validade” possa ser aumentado por estipulação contratual que preveja um número superior de exercícios sociais para a extensão deste carácter cumulativo. Como bem se percebe, a estipulação de um número de exercícios superiores redundará em clara vantagem para os acionistas preferenciais, pelo que pura e simplesmente pela sua estipulação pode a sociedade estar a criar uma categoria de ações diferentes (em relação a outras ações preferenciais sem direito de voto já emitidas e de cumulatividade menos intensa).

Decorre também deste regime de cumulatividade que os pagamentos que se façam nos exercícios seguintes àquele em que tiver sido incumprida aquela obrigação de pagamento

⁴⁸⁴ Cf. VIEIRA PERES, *Acções preferenciais* cit., p. 376.

⁴⁸⁵ Neste sentido, nomeadamente, VIEIRA PERES, *Acções preferenciais* cit., p. 376, RAÚL VENTURA, *Acções preferenciais* cit., p. 441, OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., p. 306, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais* cit., p. 440 e ainda ELDA MARQUES, anotação ao artigo 342.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. V, p. 691. Esta última Autora, densifica esta qualificação, falando assim num “*dividendo cumulativo temporalmente limitado (ou parcial)*”. Não obstante, é o mesmo significado que se atribui a esta norma por todos.

⁴⁸⁶ Assim, na hipótese em que o dividendo prioritário devido aos acionistas preferenciais não tenha sido pago, suponhamos, com a aprovação das contas da sociedade em meados de 2017 (por referência ao exercício social de 2016), será o mesmo cumulativamente devido até meados de 2021 (por referência ao exercício social de 2020).

⁴⁸⁷ E outra não poderia ser a solução legal, visto que, conforme nota OSÓRIO DE CASTRO (cf. *Acções Preferenciais* cit., p. 306): “[n]a limitação temporal do bring forward o legislador terá sido sensível ao facto de que a cumulação, a verificar-se indefinidamente, poderia conduzir a tornar a regularização praticamente impossível, do ponto de vista fáctico, e a perpetuar, por conseguinte, a vigência do remédio sancionatório previsto no art. 342º, n.º 3, do CSC, mesmo depois de ser retomada a distribuição de importâncias muito superiores ao dividendo prioritário anual”.

se reportem aos dividendos em atraso pela respetiva ordem de antiguidade⁴⁸⁸, como aliás resulta dos termos gerais de cumprimento de obrigações.

Não obstante a clarificação do regime, algo que permaneceu por esclarecer mesmo após o DL 26/2015 foi qual a natureza do prazo em questão, ou seja, se estamos perante um prazo de caducidade ou um prazo de prescrição. Neste particular, parece-nos que tem inteira aplicabilidade o disposto no artigo 298.º, n.º 2, do CC, de acordo com o qual: “*Quando, por força da lei ou vontade das partes um direito deva ser exercido dentro de certo prazo, são aplicáveis as regras da caducidade, a menos que a lei se refira expressamente à prescrição*”. Ora, no silêncio da lei, e visto que a prescrição deve resultar de previsão expressa, parece-nos que estamos perante um prazo de caducidade, com tudo o que isso acarreta⁴⁸⁹.

Ainda quanto à falta de pagamento do dividendo prioritário, prevê o artigo 342.º, n.º 3, que se o dividendo prioritário “*não for integralmente pago durante dois exercícios sociais, as ações preferenciais passam a conferir o direito de voto, nos mesmos termos que as ações ordinárias, e só o perdem no exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos os dividendos prioritários em atraso*”.

A melhor interpretação desta norma será aquela que não extravasa o fundamento e sentido da privação de voto neste tipo de ações preferenciais, ou seja, são precisos dois exercícios sociais em que os acionistas preferenciais não tenham sido pagos por qualquer soma para que lhes sejam conferidos direitos de voto⁴⁹⁰⁻⁴⁹¹. Caso contrário, estaríamos perante uma interpretação perversa desta norma e que levaria a que os acionistas preferenciais, sendo pagos (ainda que parcialmente) preferencialmente, gozassem igualmente

⁴⁸⁸ Neste sentido RAÚL VENTURA, *Acções preferenciais* cit., p. 434.

⁴⁸⁹ Reportam-se à caducidade deste prazo CARLOS OLAVO, *O dividendo prioritário* cit., p. 381 e ELDA MARQUES, anotação ao artigo 342.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. V, pp. 691-692. Contra, referindo expressamente a prescrição, FATIMA GOMES, *O Direito aos Lucros* cit., p. 372, nota n.º 901.

⁴⁹⁰ Neste sentido, OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., p. 307: “*A recuperação do direito de voto, segundo o que se afigura ser a melhor interpretação deste preceito, ocorre sempre que a sociedade, em certo ano, deixe de pagar a integralidade do dividendo prioritário que esteja em atraso, adicionado da totalidade do próprio dividendo prioritário relativo ao exercício imediatamente anterior*”.

⁴⁹¹ Note que, por força do artigo 342.º, n.º 6, enquanto estas ações gozarem de direito de voto, deixa ser aplicável a exclusão para efeitos de determinação de quóruns prevista no artigo 341.º, n.º 6.

de direitos de voto⁴⁹². Não obstante o que se disse, as ações preferenciais sem direito de voto mantém os seus privilégios patrimoniais mesmo quando lhes passem a ser conferidos direitos de voto, só os perdendo nas condições descritas na norma em apreço⁴⁹³.

(ii) *Um novo regime excecional*

Cumprido na sua plenitude o regime que veio instituir no artigo 341.º, n.º 4, o DL 26/2015 veio também, quanto à disciplina da falta de pagamento do dividendo prioritário, elencar de forma absolutamente inovadora quatro faculdades de que a sociedade poderá fazer uso na configuração das ações preferenciais sem direito de voto a colocar junto de investidores qualificados e fora de mercado regulamentado⁴⁹⁴. Assim, desde logo, pode a sociedade afastar ou regular de modo diverso o que vimos suceder quanto ao caráter cumulativo do dividendo prioritário. Desta forma, ao abrigo da alínea *a*) desta norma, a lei permite que aquele caráter cumulativo seja simplesmente derogado, o que terá um efeito prático equivalente àquele que resulta do disposto na alínea *b*), que vimos anteriormente também no âmbito do estudo da natureza tripartida do dividendo prioritário – pelo que remetemos para esta parte as dúvidas que se suscitaram quanto à potencial injustiça de algumas das soluções legais ora admitidas. Na mesma esteira, pode a sociedade determinar que aquela cumulatividade opere apenas, por exemplo, por referência a 50% do valor do dividendo prioritário não pago⁴⁹⁵. Prevê ainda a respetiva alínea *d*) que a atribuição de direitos de votos a estas ações, por falta de pagamento do dividendo prioritário, possa carecer não do decurso de dois mas de até cinco exercícios sociais em que se verifique aquele incumprimento.

Finalmente, e justificando o salto dado na análise pelo maior fascínio que esta última hipótese nos suscita, é também prevista uma situação mais interessante que é, de facto, aquela que agora se prevê na alínea *c*) desta norma, ao abrigo da qual a sociedade pode estipular

⁴⁹² Como veremos (cf. ponto 4.3.3 *infra*), nada impede que hoje em dia sejam criadas ações preferenciais com direito de voto, mas não é esse claramente o sentido da norma.

⁴⁹³ Neste sentido OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., p. 308.

⁴⁹⁴ Com a mesma ordem de motivos que referimos verificarem-se anteriormente quanto a menor necessidade de proteção destes investidores (cf. ponto 4.3.3(ii) *supra*).

⁴⁹⁵ Neste sentido ELDA MARQUES, *Acções preferenciais: as alterações introduzidas pelo DL n.º 26/2015* cit., p. 165.

aquando da emissão das ações preferenciais sem direito de voto que as mesmas “*se convertam em ações ordinárias nas circunstâncias especificadas nas condições da emissão relacionadas com a deterioração da situação financeira da sociedade que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário*”. Ora, como se pode ver, estamos perante uma hipótese em que estas ações preferenciais ficariam sujeitas a conversão em ações ordinárias sob condição suspensiva, visto que a deterioração da situação financeira da sociedade emitente se afigura como um facto futuro e incerto⁴⁹⁶. Ficou por explicar, contudo, se esta conversão deve operar automaticamente, por referência a circunstâncias concretas descritas nas condições de emissão (nomeadamente, rácios de liquidez ou de autonomia financeira⁴⁹⁷), ou se, por outro lado, carecerá ainda de deliberação a aprovar pelos acionistas. Do mesmo modo, não se prevê se é ou não possível que a sociedade emita estas ações, com a referida condição suspensiva, mas dotando-as igualmente de conversão reversível perante a recuperação de uma situação financeira “saudável”.

Não obstante o mérito da faculdade prevista, que julgamos merecer aplauso, consideramos que não foi, todavia, inteiramente esclarecida a intervenção do legislador. No entanto, também não vislumbramos danos significativos para o regime, uma vez que no silêncio da lei parece-nos que é concedida à sociedade uma dose acrescida de liberdade para, nas condições de emissão (leia-se, na deliberação de emissão e, posteriormente, na alteração do contrato eventualmente exigida), conformar dentro dos limites da lei aquilo que bem lhe aprouver.

4.3.5 Quanto aos demais direitos

Ao abrigo do artigo 341.º, n.º 5, as ações preferenciais sem direito de voto “*conferem, além dos direitos de natureza patrimonial previstos nos números anteriores, todos os direitos de natureza não patrimonial inerentes às ações ordinárias, com exceção do direito de voto*”. Esta norma, que já se encontrava prevista nos mesmos moldes no anterior n.º 3 deste artigo, sofreu também alterações na sua redação por força do DL 26/2015, podendo dizer-se

⁴⁹⁶ Idem, p. 166.

⁴⁹⁷ Este último critério, note-se, foi introduzido pelo DL 26/2015 no artigo 349.º, n.º 1, a propósito da emissão e obrigações pelas sociedades anónimas.

que no essencial estas alterações se ficaram pelo plano linguístico. Ainda assim, uma das alterações merece especial destaque, todavia, esta nota deve-se pela infelicidade da alteração. Pela comparação entre as redações desta norma antes e depois do DL 26/2015, percebemos que o legislador, sem aparente razão que o justificasse, quis especificar que é a direitos de natureza patrimonial que se refere nos números 2 a 4 e que, por isso, para além destes confere também às ações preferenciais sem direito de voto todos os direitos de natureza não patrimonial que inerem às ações em geral.

No que à primeira vista poderia parecer uma alteração inócua, em jeito de equação matemática que soma de um lado mas subtrai do outro, acaba a ser uma alteração desnecessária e potenciadora de interpretações contrárias ao significado da norma e ao próprio regime das ações preferenciais sem direito de voto. Com efeito, à luz da redação atual, uma interpretação excessivamente literal deste preceito pode levar à conclusão que o direito ao dividendo prioritário e o direito ao reembolso prioritário, são, afinal, os dois únicos direitos de natureza patrimonial que são conferidos a estes acionistas preferenciais, visto que os direitos que são conferidos “*além*” daqueles são os direitos gerais de natureza não patrimonial. Este rumo interpretativo deve ser liminarmente negado à partida, nem se reconhecendo mérito a uma tal leitura do preceito. É que, como vimos, e como sempre resultou deste regime legal, não faltam exemplos de outros direitos de natureza patrimonial que assistem aos titulares destas ações preferenciais por decorrência da sua qualidade de acionista⁴⁹⁸, desde logo, por exemplo, os direitos de preferência na subscrição de novas participações e o direito a quinhão nos lucros da sociedade, quer através da participação na distribuição de dividendos quer também na comunhão da partilha do lucro de liquidação. Encerramos, por isso, este ponto, sem que mereça mais desenvolvimento uma questão que não deveria sequer ter nascido, não fosse o ímpeto clarificador do legislador ter sido demasiado sagaz. Face ao que demonstrámos, e tomando por boa solução o desprezo pela incorreta interpretação desta norma que o legislador veio agora permitir, temos que, inelutavelmente, o sentido da norma é o mesmo, não se tendo modificado com as alterações introduzidas pelo DL 26/2015.

⁴⁹⁸ Vide o ponto 2.2 *supra*.

Tendo por assente o que se disse antes, vejamos neste contexto a norma quanto ao direito de participação⁴⁹⁹ destes acionistas, prevista no artigo 343.º, n.º 1, que dispõe o seguinte: “*Se o contrato de sociedade não permitir que os acionistas sem direito de voto participem na assembleia geral, os titulares de ações preferenciais sem direito de voto de uma mesma emissão são representados na assembleia por um deles*”. Coerentemente, vem o artigo 379.º, n.º 2, prever que: “*Os accionistas sem direito de voto e os obrigacionistas podem assistir às assembleias gerais e participar na discussão dos assuntos indicados na ordem do dia, se o contrato de sociedade não determinar o contrário*”.

Como se vê, resulta das normas até agora analisadas que devem ser reconhecidos aos acionistas preferenciais todos os direitos que, no geral, inerem às ações ordinárias. No entanto, estes direitos podem sofrer limitações por força de estipulação inserida no contrato de sociedade. Desta forma, de acordo com os artigos 343.º, n.º 1, e 379.º, n.º 2, temos que o direito de participação dos acionistas pode ser limitado ao ponto de não lhes ser reconhecido um direito individual de participação, mas antes um direito a ser exercido coletivamente (por categorias) através do respetivo representante comum.

Num plano distinto, segundo RAÚL VENTURA “*toda a disciplina destas acções está organizada na base de que o único direito de que estas acções estão privadas é o direito de voto. Dessa regra só serão excepcionados aqueles direitos que necessariamente pressuponham ter o accionista já votado ou vir a votar, como os direitos relativos a eleição de administradores consignados no art. 392.º, n.ºs 6 e 7*”⁵⁰⁰. Seguindo esta premissa, o ilustre Professor defende que os acionistas preferenciais, que na sua qualidade de acionistas devem poder ser eleitos para os cargos sociais, não gozam, todavia, do direito de arguir a anulabilidade de deliberações, porquanto este “*pertence aos sócios que não tenham votado no sentido que fez vencimento nem posteriormente tenham aprovado a deliberação, expressa ou tacitamente (art. 59.º, n.º 1)*”⁵⁰¹, e os acionistas preferenciais, como se sabe, em regra não votam.

⁴⁹⁹ Vide o ponto 2.2.3(v) *supra*.

⁵⁰⁰ Cf. RAÚL VENTURA, *Acções preferenciais* cit., p. 435.

⁵⁰¹ Idem, pp. 436 e 437.

No mesmo sentido vai a posição de VIEIRA PERES, que estabelecendo a mesma conexão entre o direito de voto e outros direitos específicos relacionados com o direito de participação, refere que, por exemplo, “*a faculdade de requerer a convocação de assembleia geral, judicialmente ou pela via normal, e a de aditar novos pontos à ordem de trabalhos parecem-nos de tal forma ligadas ao direito de voto que seria a nosso ver um contrassenso admitir toda a sua legitimidade*”⁵⁰²⁻⁵⁰³.

Por sua vez, OSÓRIO DE CASTRO opõe-se àquelas interpretações restritivas, que na sua opinião atentam contra a amplitude do disposto no artigo 341.º, n.º 5, que refere expressamente “*todos os direitos*”, defendendo desta forma que estes acionistas preferenciais “*têm os direitos de informação previstos na lei, direitos de minoria (como o direito de requerer a convocação de assembleia geral ou a inclusão de novos assuntos na ordem do dia de assembleia geral já convocada), o direito de impugnação de deliberações sociais inválidas, o direito a ser designado ou eleito para os cargos sociais, o direito a participar nos lucros e no activo de liquidação depois de satisfeita a respectiva prioridade e de «igualeiros» os demais accionistas, etc., etc.*”⁵⁰⁴⁻⁵⁰⁵.

Na nossa opinião o sentido da norma é claro, ou seja, pretende-se uma amplitude tão abrangente quanto possível pela não contrariedade ao próprio regime. O mesmo é dizer que o único direito que estas ações não conferem é, como o seu *nomen iuris* indica, o direito de voto. Neste ponto concordamos, por isso, com RAÚL VENTURA, mas já não podemos acompanhar o seu raciocínio até ao fim porquanto não consideramos que se possam privar estes acionistas de qualquer outro direito para além deste. Aqui parece-nos que procedem os argumentos aduzidos por OSÓRIO DE CASTRO⁵⁰⁶, ainda que não adiramos cabalmente à

⁵⁰² Cf. VIEIRA PERES, *Acções preferenciais* cit., p. 356.

⁵⁰³ Quanto a esta posição devemos tecer um brevíssimo comentário somente com vista à manifestação do nosso desacordo. É que, se o acionista preferencial não pode votar nas assembleias, nem por isso lhe deve ser negado o direito a influenciar a opinião dos demais acionistas da sociedade, estes com direito de voto. Sendo também titular do património da sociedade, um acionista preferencial não deve deixar de poder fazer o que legalmente está ao seu alcance para se imiscuir da decisão dos destinos da sociedade. Ora, convocar assembleias gerais e aditar assuntos às ordens de trabalho são precisamente dois dos mecanismos lícitos ao seu dispor para o efeito.

⁵⁰⁴ Cf. OSÓRIO DE CASTRO, *Acções Preferenciais* cit., p. 309.

⁵⁰⁵ No mesmo sentido, ELDA MARQUES, anotação ao artigo 341.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. V pp. 670-671.

⁵⁰⁶ Sem que, no entanto, concordemos com OSÓRIO DE CASTRO (cf. *Acções Preferenciais* cit., pp. 309-310) quando diz que “*descontada a privação do direito de voto não, não satisfaz à exigência da lei que as acções preferenciais sem voto tenham os direitos que competem ao comum das acções, segundo o regime supletivo*

sua opinião, pelo que não deve deixar de ser reconhecido aos acionistas preferenciais, em particular, o direito de impugnar as deliberações sociais.

De facto, parece-nos que o sentido do artigo 341.º, n.º 5⁵⁰⁷, não pode ser outro que não o de conferir aos acionistas preferenciais todos aqueles direitos que resultam normalmente das ações ordinárias para os seus titulares em função da sua qualidade de acionista⁵⁰⁸. Acrescente-se ainda que se a lei tivesse querido suprimir ou limitar qualquer outro direito a estes acionistas preferenciais poderia tê-lo feito tal como fez com o direito de participação em assembleia geral (artigos 343.º, n.º 1, e 379.º, n.º 2). Ora, a verdade é que não encontramos semelhante limitação, por exemplo, quanto ao direito a impugnar deliberações. Quanto a este último direito é para nós flagrante, face ao panorama legal atual, que está efetivamente compreendido no leque de direitos dos acionistas preferenciais, considerando a inovação trazida pelo artigo 342.º, n.º 5 – é que se o acionista preferencial lesado pode intentar ação judicial de execução específica então, por maioria de razão, deve poder impugnar deliberações de sócios que sejam nulas ou anuláveis de acordo os artigos 56.º e 58.º.

4.3.6 A natureza jurídica das ações preferenciais sem direito de voto

A discussão sobre a natureza jurídica das ações preferenciais sem direito de voto já acompanha esta figura desde a sua criação, podendo quase dizer-se ser-lhe congénita. Considerando as especificidades que vimos revestirem, bem como o regime legal que lhes é dedicado, indaga-se a respeito destes acionistas preferenciais, se se tratam de facto de verdadeiros acionistas ou se, opostamente, posicionam-se já, por exemplo, como credores da sociedade (sendo não raras vezes assemelhadas às obrigações). Vejamos brevemente o que se diz na doutrina portuguesa e estrangeira acerca desta questão.

legal; elas têm de outorgar aos seus titulares todos os direitos que os estatutos atribuírem às acções com voto". Note-se que o Autor fundamenta esta posição com base no facto de a lei se referir "às ações ordinárias" e não "a ações ordinárias". Parece-nos que esta argumentação não procede e esta falta de procedência deriva, desde logo, dos resultados a que conduz, é que, de acordo com esta lógica, conforme salienta a propósito das ações ordinárias da sociedade, "feitas as contas redundam em afirmar que estas não podem disfrutar de direitos especiais".

⁵⁰⁷ Que, de resto, nos parece ser bastante similar ao artigo 102, n.º 1, da LSC, que prevê que "las acciones sin voto atribuirán a sus titulares los demás derechos de las ordinarias, salvo lo dispuesto en los artículos anteriores".

⁵⁰⁸ Vide o ponto 2.2.3 *supra*.

Para RAÚL VENTURA, “[é] indubitável que o legislador concebeu e regulou as acções preferenciais sem voto como verdadeiras acções. Não é só a expressa denominação de acções – já de si indicativa – mas todo o regime, do qual destaco para este efeito, do lado positivo, a preferência relativamente a outras acções e a expressa atribuição de todos os direitos inerentes às acções, e, do lado negativo, a privação do direito de voto, direito que só a acções poderia ser retirado”⁵⁰⁹.

Por seu turno, para MENEZES CORDEIRO, “o accionista prioritário é um verdadeiro sócio: não é um mero obrigacionista ou credor da empresa. Quer isso dizer que, nos termos gerais, ele correrá os riscos inerentes ao comércio. A diminuição do capital ser-lhe-á repercutida, tal como sucede a qualquer outro acionista. É certo que ele tem privilégios: mas esses privilégios, que operam como contrapartida da privação de voto, manifestam-se no estrito domínio que a lei prescreve”⁵¹⁰, não deixando o douto Professor passar em claro a relevância da proibição de pactos leoninos no nosso Direito.

No mesmo sentido, VIEIRA PERES, refere que “[d]efender que estamos face a uma entidade que só inadequadamente poderia denominar-se acção é manifestamente incorrecto”⁵¹¹.

Para AURELIO MENÉNDEZ e EMILIO BELTRAN, “[l]as acciones sin voto son auténticas acciones, que atribuyen a sus titulares la condición de verdaderos socios. De un lado, la ley les da, en efecto, esa denominación, y las regula en el capítulo dedicado a las acciones. De otro, se dan en sus titulares todos los elementos necesarios para su clasificación como socios”⁵¹².

Quanto a FRANCESCO GALGANO, partindo da imparidade do conteúdo das *azioni di risparmio*, escreve que este “assimila l’azionista di risparmio ad un associato in partecipazione è, invece, indotto a dilatare l’area delle disuguaglianze, in contrasto con il principio posto dall’art. 14, comma 4º”⁵¹³ – referindo-se, como se vê, ao princípio segundo o

⁵⁰⁹ Cf. RAÚL VENTURA, *Acções preferenciais* cit., pp. 450-451.

⁵¹⁰ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Acções Preferenciais Sem Voto* cit., pp. 1055-1056.

⁵¹¹ Cf. VIEIRA PERES, *Acções preferenciais* cit., p. 341.

⁵¹² Cf. AURELIO MENÉNDEZ / EMILIO BELTRAN, anotação ao artigo 90 da LSA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Editorial Civitas. 1994, p. 395.

⁵¹³ Cf. FRANCESCO GALGANO, *La Società* cit., p. 406.

qual às ações de poupança são reconhecidos os mesmos direitos que às ações ordinárias (homólogo do nosso artigo 341.º, n.º 5).

Ora, aqui chegados cumpre agora concluirmos com a nossa opinião acerca desta questão. Conforme nota RAÚL VENTURA, tal como AURELIO MENÉNDEZ e EMILIO BELTRAN no caso espanhol, há que considerar como ponto de partida para resolução deste problema o facto de ser a própria a lei a escolher a denominação de ações para estes instrumentos de financiamento. Se é verdade que não é argumento bastante, não é menos verdade que não pode (nem deve) ser desprezada a opção legislativa de albergar sob o teto das ações estes instrumentos de financiamento.

Por outro lado, há que atender à materialidade do regime jurídico que é reservado às ações preferenciais sem direito de voto. Aqui, é clara a orientação legal no sentido de sujeitá-las ao mesmo regime a que são sujeitos os valores mobiliários clássicos de representação de participações sociais, vulgo as ações. É que, como diz RAÚL VENTURA, ainda que o digníssimo Professor não lhes reconheça a totalidade dos direitos que de facto têm⁵¹⁴, aos titulares de ações preferenciais sem direito de voto são reconhecidos todos os direitos que são reconhecidos aos acionistas (artigo 341.º, n.º 5), sendo que a sua privação do direito de voto também comprova esta situação. Ademais, para além da privação do direito de voto, a sua concessão perante a falta de pagamento do dividendo prioritário é também ela prova disso mesmo.

Deveras relevante é também, como bem salienta MENEZES CORDEIRO, o facto de os titulares de ações preferenciais sem direito de voto estarem também sujeitos ao risco empresarial (*affectio societatis*)⁵¹⁵, ainda que em diferente medida que o comum dos acionistas. Mas esta diferença na partilha do risco é expressamente admitida pelo artigo 22.º, que exige ainda a não ofensa pela proibição de pactos leoninos, preocupação clássica quanto aos acionistas.

⁵¹⁴ Vide o ponto 4.3.5 *supra*.

⁵¹⁵ Que também é apontada por FRANCESCO GALGANO (cf. *La Società* cit., p. 406) como uma das características destes acionistas, conforme se pode ler na seguinte afirmação: “*l’esistenza di azionisti privi del diritto di voto denota che l’estremo dell’esercizio in comune può essere integrato da una partecipazione al rischio, anche senza contemporanea partecipazione all direzione di una attività economica*”.

Em suma, por tudo o que ficou exposto neste ponto, com particular ênfase para a paridade da quase totalidade dos direitos entre acionistas e acionistas preferenciais sem direito de voto, e, de um modo geral, pela concessão aos últimos de idêntica condição de socialidade⁵¹⁶, somos da opinião de que os titulares de ações preferenciais sem direito de voto são verdadeiros acionistas. Sem embargo, se vistas as suas participações sociais à luz do seu conteúdo de um ponto de vista jurídico-financeiro, então, deveremos dizer que estes são acionistas subscritores de instrumentos de financiamento híbridos⁵¹⁷.

4.4 As demais ações preferenciais

4.4.1 Enquadramento

Empreendemos no ponto anterior a trabalhosa tarefa de analisar o regime legal das ações preferenciais sem direito de voto que, como vimos, representam o principal tipo de ações preferenciais entre nós e que, atento o seu desenvolvimento, se assumem por isso como um referencial para a compreensão jurídica da figura do acionista preferencial. Todavia, este não é o único tipo de ações preferenciais a que a nossa lei dá atenção, como veremos. Assim, uma vez aqui chegados, trataremos agora de abordar de modo inevitavelmente sucinto as ações preferenciais remíveis, previstas no artigo 345.º.

Finalmente, não concluiremos a presente dissertação sem que antes dediquemos especial atenção à disposição legal aditada pelo DL 26/2015 ao leque das ações preferenciais. Esta é, como já tivemos oportunidade de afirmar, uma disposição crítica na perceção do “renovado” regime das ações preferenciais. Sobre este preceito importa desde já avançar que, não obstante o mesmo figurar no enquadramento normativo das ações preferenciais sem direito de voto, não é, em bom rigor, destas ações que trata.

Com efeito, convencido pela incomensurável empreitada que seria renumerar mais de metade do CSC, o legislador optou simplesmente por aditar o artigo 344.º-A, logo a seguir ao preceito legal que regula a conversão de ações. Ora, como é facilmente compreensível através de uma primeira leitura do disposto no artigo 344.º-A, não é de conversão de ações

⁵¹⁶ Vide o ponto 2.2 *supra*.

⁵¹⁷ Neste sentido, quanto à referida natureza híbrida destas ações, vide ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance* cit., p. 158.



que efetivamente trata esta norma. Optámos assim por reservar para o final do nosso estudo o exame desta nova norma, procedendo desta forma a um salto sistemático que entendemos ser merecido pela imparidade do seu teor.

4.4.2 As ações preferenciais remíveis

As ações preferenciais remíveis⁵¹⁸⁻⁵¹⁹, à luz do que resulta do artigo 345.º, n.º 1, representam um tipo de ações preferenciais que, conferindo quaisquer privilégios de ordem patrimonial aos seus titulares, ficam, aquando da sua emissão, sujeitas a remição em determinada data, seja ela uma “*data fixa ou quando a assembleia geral o deliberar*”⁵²⁰.

Ora, como resulta desta norma, não é definido qualquer tipo de privilégio patrimonial que implique a qualificação de determinadas ações preferenciais como sendo “*remíveis*”. Ao invés, é pedra de toque da aplicação do disposto no artigo 345.º o facto de terem as ações preferenciais emitidas pela sociedade sido sujeitas a remição. Atenta esta primeira impressão, afasta-as do conceito de ações preferenciais PAULO OLAVO CUNHA, preferindo vê-las antes como “*acções privilegiadas a prazo*”⁵²¹.

Não é infundada esta opinião, no entanto, não seguimos a severidade sugerida que conduz ao desprezo da natureza “preferencial” que a lei quis estabelecer. Com efeito, julgamos que esta teve como efeito aproximar este tipo de ações especiais às ações preferenciais sem direito de voto, de algum modo induzido o intérprete a pensar que, quando tal se justifique, poderá buscar naquele regime típico a solução analogicamente viável para o tratamento do privilégio patrimonial concedido aos titulares das ações preferenciais remíveis.

⁵¹⁸ Cujá origem se encontra no artigo 39.º da Segunda Diretiva sobre Sociedades. Sobre esta origem vide RAÚL VENTURA, *Adaptação do direito português* cit., pp. 127-130.

⁵¹⁹ Previstas noutros ordenamentos jurídicos, como por exemplo em Inglaterra, enquanto *reedemable shares* (Part 18, Chapter III, Sections 684 a 689, do Companies Act 2006, c. 46), em Itália, enquanto *azioni riscattabili* (nos termos do artigo 2437-sexies, do CCit), e em Espanha, enquanto *acciones rescatables* (artigos 500 e 501, da LSC). Para melhor desenvolvimento vide ELDA MARQUES, anotação ao artigo 341.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. V pp. 719-721 (notas n.ºs 4 a 6).

⁵²⁰ Sobre as possíveis razões por detrás da emissão de ações preferenciais remíveis vide POIRIER BRAZ, *Sociedades Comerciais* cit., p. 98.

⁵²¹ Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais* cit., p. 202.

Corroborar esta aproximação a igual necessidade de autorização no contrato de sociedade para a sua emissão (artigo 345.º, n.º 1)⁵²².

Quanto à remição propriamente dita, conforme explica ELDA MARQUES, “as ações extinguem-se sendo devida uma contrapartida aos respetivos titulares, mas diferentemente do que ocorre na amortização de ações (cfr. art. 347º), a remição não importa a redução do capital”⁵²³. Importa quanto a esta remição referir que, naquela que foi a mais significativa alteração promovida pelo DL 26/2015 neste regime⁵²⁴, de acordo com a nova redação do n.º 6, do artigo 345.º: “A partir da remição, uma importância igual ao valor nominal das ações remidas, ou na falta de valor nominal, igual ao valor de emissão, deve ser levada a uma reserva especial, que só pode ser utilizada para incorporação no capital social, sem prejuízo da sua eliminação no caso de o capital ser reduzido”.

Antes da alteração, era apenas da remição que esta norma falava, prevendo por que valores esta deveria ser efetuada, todavia, perde-se agora esse singelo intuito. Ao mandar levar uma importância igual àquele valor a reserva especial, parece o legislador querer de algum modo garantir a estes acionistas preferenciais o pagamento do que estes tenham desembolsado. Assim, conjugada esta norma com o disposto no respetivo n.º 10 – onde se fez sentir com maior acuidade o ímpeto clarificador do DL 26/2015 –, denota-se a finalidade de garantia a que aludimos.

De acordo com ambas as normas, os acionistas preferenciais, após a remição, têm a garantia de que os valores que desembolsaram serão afetados a um regime de intangibilidade. Assim, esta alocação só poderá ser desfeita para incorporação do respetivo valor no capital social, que, como vimos⁵²⁵, tem como uma das suas funções primordiais a garantia dos credores da sociedade (que é o que estes ex-acionistas passam a ser). Por outro lado, contra reduções de capital indevidas ou lesivas dos seus direitos de crédito, poderão os então ex-acionistas reagir nos termos gerais (artigo 96.º).

⁵²² Vide ponto 4.3.2(i) *supra*.

⁵²³ Cf. ELDA MARQUES, anotação ao artigo 341.º, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* cit., Vol. V p. 719.

⁵²⁴ Para além daquela a que já fizemos referência e que corresponde à referência aos direitos de voto no respetivo n.º 1 (que podem ou não ser conferidos a estas ações especiais).

⁵²⁵ Vide o ponto 2.1.2(iii) *supra*.

Para finalizar, diga-se, de modo sucinto, que esta é uma categoria de ações preferenciais que, atenta a gravosa desvantagem que importam, *i.e.* a perda da qualidade de acionista sem a concorrência da vontade deste, mereceu especial proteção por parte do legislador, como é disso prova bem evidente o facto destes acionistas poderem requerer a dissolução administrativa da sociedade por falta de pagamento dos créditos de que são titulares perante aquela por força da remição – é caso para dizer que o legislador não admite grandes hipóteses de incumprimento para com estes acionistas, ou de outro modo não lhes outorgaria tão severa arma de arremesso contra a sociedade emitente.

4.4.3 “Outros tipos de ações preferenciais”

Talvez a maior inovação do DL 26/2015 tenha sido a introdução do novo artigo 344.º-A, em que consagra aquilo que entendemos ser uma cláusula geral aberta de atipicidade das ações preferenciais. Com efeito, abre-se agora efetivamente a porta para a flexibilização do regime das ações preferenciais em Portugal.

De acordo com esta norma, o disposto nos artigos precedentes em matéria de ações preferenciais *“não impede a sociedade de, nos termos dos artigos 24.º e 302.º, emitir ações que confirmem ordinariamente direitos de voto e disponham de dividendo prioritário ou outros direitos especiais que estejam expressamente previstos no contrato de sociedade”*. Em primeiro lugar cumpre salientar que, apesar de merecer o nosso aplauso, a verdade é que se denota desde logo a incongruência da epígrafe legal adotada. Com efeito, se é da atipicidade das ações preferenciais que se trata, então, não foi por certo a melhor opção referir-se a *“outros tipos”* – talvez tivesse sido melhor falar em modalidades, como o faz o artigo 360.º a propósito das obrigações.

À luz desta norma, as sociedades têm agora apenas como limites à criação de novas ações preferenciais, para além daqueles que decorrem dos termos gerais, os que são impostos pelos artigos 24.º e 302.º, em matéria de direitos especiais e categorias. Em bom rigor a inovação desta norma é apenas a sua positivação, uma vez que, como fomos demonstrando ao longo da presente dissertação, já era reconhecida às sociedades uma grande margem de discricionariedade na criação de direitos especiais e, consequentemente, de ações



preferenciais. Mas se por um lado esta norma não acrescenta muito ao figurino legal das ações preferenciais, por outro lado tem o mérito de aproximar o ordenamento jurídico português das boas práticas dos sistemas de *Common Law*, caracterizados pela liberdade que é concedida às sociedades.

5. CONCLUSÕES

I – Nos dias de hoje mantém-se plenamente em vigor nas sociedades anónimas, enquanto protótipo das sociedades de capitais, a validade e centralidade da figura do capital social na conformação do respetivo regime jurídico.

II – Pela simples participação no capital social de uma sociedade anónima, um investidor adquire a qualidade de seu acionista, e, com isso, a respetiva condição de socialidade (*Mitgliedschaft*), que engloba um complexo de direitos e obrigações.

III – Para além daqueles direitos gerais, que resultam da lei, os acionistas podem ser titulares de ações cujo conteúdo inclua direitos especiais, nomeadamente de ordem patrimonial, colocando-o desta forma numa situação de vantagem.

IV – Dentro da ampla variedade de direitos especiais que podem ser criados, e, com isso, a formação das respetivas categorias de ações, o dividendo prioritário constitui um dos direitos especiais de natureza patrimonial cuja tipicidade legal é mais desenvolvida.

V – O DL 26/2015 veio alterar significativamente o enquadramento legal das ações preferências sem direito de voto, ainda que não tenha sido infalível. Não obstante, contam-se uma série de novidades que acentuam a autonomia privada que assiste às sociedades na conformação do seu conteúdo, nomeadamente através da criação de um regime de exceção para investidores qualificados, onde se evidenciam pontos de tensão entre o novo regime das ações preferenciais sem direito de voto e as imposições dogmáticas e legais decorrentes do regime jurídico do capital social e da identidade acionista, que inevitavelmente se deverão cumprir.

BIBLIOGRAFIA

- AA. VV., *Direito dos Valores Mobiliários: 1.º Curso sobre o Direito do Mercado dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997;
- AA. VV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. I, IDET, reimpressão, Almedina, 2013;
- AA. VV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, IDET, Almedina, 2012;
- ABREU, Jorge Manuel Coutinho, *Curso de Direito Comercial*, Vol. II – Das Sociedades, 5.ª ed., Reimpressão, Almedina, 2016;
- ABREU, Luís Vasconcelos, *A Sociedade Leonina*, in ROA, ano 56, II, Agosto, 1996, pp. 619 e ss.;
- ALBUQUERQUE, Pedro de, *Direito de preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anónimas e por quotas*, Almedina, 1993;
- ANDRADE, Manuel A. Domingues de, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, Vol. I – *Sujeitos e Objecto*, reimpressão, Almedina, 1997;
- ANTUNES, José Engrácia:
- Instrumentos Financeiros*, 2.ª edição, Almedina, 2014;
- Os “Hedge Funds” e o governo das sociedades*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, AA. VV., vol. 9, Almedina, 2009, pp. 9 e ss.;
- ASCENSÃO, José Oliveira, *O novíssimo conceito de valor mobiliário*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, AA. VV., vol. 6, Almedina, 2006, pp. 139 e ss.;
- BAPTISTA, Daniela Farto, *Ações preferenciais sem voto (em particular, as detidas por investidores qualificados)*, IV Congresso DSR, 2016, pp. 411 e ss.;
- BRAZ, Manuel Poirier, *Sociedades Comerciais e Direitos Especiais*, Livraria Petrony, 2010;
- CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª edição, Almedina, 2016;
- CASTRO, Carlos Osório de:

- Acções Preferenciais sem Voto*, in Problemas do Direito das Sociedades, AA. VV., IDET, Almedina, 2002, 281 e ss.;
- Valores Mobiliários, Conceito e Espécies*, Universidade Católica Portuguesa, 1989;
- CARNAXIDE, Visconde de, *Sociedades Anonymas*, Coimbra, 1913;
- COELHO, Eduardo de Melo Lucas:
- Exercícios vários acerca da presidência das assembleias especiais de categorias de accionistas*, in Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura, Vol. II, Almedina, 2003;
- A Formação das Deliberações Sociais, Assembleia Geral das Sociedades Anónimas*, Coimbra Editora, 1994;
- Direito de Voto dos Accionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Rei dos Livros, 1987;
- COELHO, José Gabriel Pinto, *Estudo sobre as acções de sociedades anónimas*, Coimbra Editora, 1957;
- CORDEIRO, António Menezes:
- Acções Preferenciais Sem Voto*, in ROA, ano 60, III, Dezembro, 2000, pp. 1001 e ss.
- Direito das Sociedades, I – Parte Geral*, 1.^a reimpressão da 3.^a edição, ampliada e atualizada, Almedina, 2016;
- Manual de Direito das Sociedades Comerciais, Vol. II – Das Sociedades em Especial*, 2.^a edição, revista e actualizada, Almedina, 2007;
- CORDEIRO, António Barreto Menezes, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016;
- CORREIA, António Ferrer:
- A representação dos menores sujeitos ao pátrio poder na assembleia geral das sociedades comerciais (a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 6 de Janeiro de 1961)*, Coimbra Editora, 1963;
- Lições de Direito Comercial, Vol. II – Sociedades Comerciais*, Livraria Petrony, 1968;
- Pacto leonino: espécies, proibição e seus fundamentos*, in Estudos Vários de Direito, Almedina, 1982, pp. 563 e ss.;

CORREIA, Luís Brito:

Direito Comercial, Vol. II – *Sociedades Comerciais*, 4.^a tiragem de 1989, AAFDL, 2000; e

Direito Comercial, Vol. III – *Deliberações dos Sócios*, 3.^a tiragem de 1989, AAFDL, 1997.

CORREIA, Miguel J. Pupo, *Direito Comercial – Direito da Empresa*, 11.^a edição, Ediforum, 2009;

COTTINO, Gastone, *Diritto Commerciale*, Vol. I, Tomo II, 4.^a ed., Cedam, 1999;

CUNHA, Paulo Olavo:

Direito das Sociedades Comerciais, 6.^a edição, Almedina, 2016;

Os novos direitos especiais: as ações especiais, II Congresso DSR, Almedina, 2012, pp. 111 e ss.;

Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Acções Privilegiadas, Almedina, 1993;

DIAS, Cristiano, *Os Direitos Especiais dos Sócios*, Almedina, 2015;

DIAS, Gabriela Figueiredo, *Financiamento e governo das sociedades (Debt Governance): o terceiro poder*, III Congresso DSR, Almedina, 2014, 360 e ss.;

DOMINGUES, Paulo de Tarso:

A distribuição de dividendos, II Congresso DSR, Almedina, 2012, pp. 419 e ss.;

Capital e Património Sociais, Lucros e Reservas, in *Estudos de Direito das Sociedades*, AA. VV., 11.^a edição, Almedina, 2013, pp. 151 e ss.;

Do Capital Social, Noção, Princípios e Funções, 2.^a edição, *Stvdia Ivridica* 33, 2004;

ESTACA, José Nuno Marques, *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*, Almedina, 2003;

GALGANO, Francesco:

Storia del Diritto Commerciale, Società editrice il Mulino, Bologna, 1976;

Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell' Economia, Volume Settimo: *La società per azioni*, Cedam, Padova, 1984.

GASPERONI, Nicola, *Las acciones de las sociedades mercantiles*, Traducción por Francisco Javier Osset, *Revista de Derecho Privado*, Madrid, 1950;

GOMES, Fátima:

Convention de portage, aquisição de participações temporais e a proibição de pacto leonino, Estudos dedicados ao Professor Doutor Luís Alberto Carvalho Fernandes, Vol. I, Direito e Justiça, Universidade Católica Editora, 2011, pp. 465 e ss.;

O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas, Coleção Teses, Almedina, 2011;

GUINÉ, Orlando Vogler, *Algumas novidades nas emissões de obrigações pelas sociedades: da law in the books à law in action*, IV Congresso DSR, Almedina, 2016, pp. 395 e ss.;

EVANS, JR., George Heberton, *The Early History of Preferred Stock in the United States*, in *The American Economic Review*, Vol. 19, No. 1 (Mar., 1929)

LABAREDA, João, *Das Acções das Sociedades Anónimas*, AAFDL, 1988;

LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, *Ações Preferenciais se Voto Uma abordagem da atual realidade portuguesa*, in Estudos em memória ao Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches, Vol. II, Direito Privado, Processual e Criminal, Almedina, 2011, pp. 613 e ss.;

LIMA, António Pires / VARELA, João Matos, *Código Civil Anotado, Vol. II, 4.ª ed., Reimpressão*, Almedina, 2010;

MALAQUIAS, Pedro Ferreira / MOURA, Manuel Barbosa, *As recentes alterações ao Código das Sociedades Comerciais em matéria de ações preferenciais*, in *Actualidad Jurídica*, 41, Dykinson, 2015, pp. 153 e ss.;

MARQUES, Elda, *As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro*, DSR 7 (2015), 13, pp. 219 e ss.;

MARQUES, Elda, *Ações preferenciais: as alterações introduzidas pelo DL n.º 26/2015, de 6-02*, in *E depois do Código das Sociedades em Comentário*, IDET, 6, Almedina, 2016

MARTINS, Alexandre Soveral, *Valores Mobiliários [Acções]*, Cadernos do IDET, 1, Almedina, 2003;

MATA, Maria Eugénia, *Sociedades Anónimas: Regulação e Economia*, in *Boletim de Ciências Económicas*, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Vol. XLI, 1998, pp. 347 e ss.;

- MENENDEZ, Aurelio / BELTRAN, Emilio, anotação ao artigo 90 da LSA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Editorial Civitas. 1994;
- NETO, Abílio / MORENO, Carlos, *Código Comercial Anotado*, 2.^a edição, Livraria Petrony, 1976;
- OLAVO, Carlos, *O dividendo prioritário nas acções preferenciais sem voto*, in *O Direito*, III-IV, Ano 127 (1995), pp. 369 e ss.;
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de:
- Manual de Corporate Finance*, 2.^a edição, Almedina, 2015;
- Manual de Corporate Governance*, Almedina, 2017;
- OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *Instrumentos com fins de garantia e de exercício de direitos sociais*, RDS V (2013), 3, pp. 537 e ss.;
- OJEDA, Guillermo Peso de, *Las Acciones sin Voto*, in *Contratos sobre Acciones: en homenaje a Federico Pérez Padilla y Yanci*, AA. VV., Civitas, Madrid, 1994, pp. 247 e ss.;
- PITA, Manuel António, *Direito aos Lucros*, Almedina, 1989;
- PEDRO, Manuel Abrantes e ASSUNÇÃO, Paulo Jorge, *Lições de direito comercial: proferidas pelo Professor Doutor Diogo Leite Campos*, Edição do Círculo de Estudos Científicos, 1985;
- PERES, J. J. Vieira, *Acções preferenciais sem voto*, RDES, Ano XXX (1988), 4, pp. 329 e ss.;
- REBELO, João Ferreira, *As Acções Preferenciais sem Voto no Ordenamento Jurídico Português*, DSR 3 (2011), 6, pp. 225 e ss.;
- RUIZ, Antonio Francisco Díaz, *La Posición Jurídico Activa del Accionista. Los Derechos del Accionista: Estudio Comparado del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y de la Ley de 17 de Julio de 1951*, in *Contratos sobre Acciones: en homenaje a Federico Pérez Padilla y Yanci*, AA. VV., Civitas, Madrid, 1994, pp. 149 e ss.;
- SÁNCHEZ, José Ignacio Bonet, *La Posición Jurídico Pasiva del Accionista*, in *Contratos sobre Acciones: en homenaje a Federico Pérez Padilla y Yanci*, AA. VV., Civitas, Madrid, 1994, pp. 177 e ss.;

SANTOS, Filipe Cassiano dos, *A posição do accionista face aos lucros de balanço*, *Stvdia Ivridica* 16, 1996;

SANTOS, Jorge, *Direitos inerentes aos valores mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários: 1.º Curso sobre o Direito do Mercado dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997;

SENA, Giuseppe, *Il Voto nella Assemblea della Società per Azioni*, Giuffré, Milano, 1961;

SIMONETTO, Ernesto, *Responsabilità e Garanzia nel Diritto delle Società*, Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza dell' Univesrità di Padova, Cedam, Padova, 1959;

SPATAZZA, Gaspare, *Le Società Per Azioni*, Tomo Primo: Costituzione – Azioni, Editrice Torinese, Torino, 1972;

TELLES, Inocência Galvão

Manual dos Contratos em Geral, 4.^a edição, Coimbra Editora, 2002;

Acções privilegiadas, in *O Direito*, Ano 87 (1955), pp. 301-311;

TIROLE, Jean, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, Oxford, 2006;

URÍA, Rodrigo, *Derecho Mercantil*, 23.^a edición, Marcial Pons, Madrid, 1996;

VASCONCELOS, Pedro Pais de:

A Participação Social nas Sociedades Comerciais, 2.^a edição, Almedina, 2006;

As obrigações no financiamento da empresa, in *Problemas do Direito das Sociedades*, AAVV., IDET, Almedina, 2002, pp. 321-329;

O acionista de capital de risco – dever de gestão, II Congresso DSR, Almedina, 2012, pp. 157-170;

Teoria Geral do Direito Civil, 7.^a edição, Almedina, 2014.

VENTURA, Raúl:

Adaptação do direito português à Segunda Diretiva do conselho da comunidade económica europeia sobre o direito das sociedades, *Separata do BMJ*, 3, 1980;

Alterações ao contrato de sociedade: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, 2.º edição, reimpressão, Almedina, 1996;

Direitos Especiais dos Sócios, *O Direito*, I, Ano 121 (1989), pp. 207-222;



Acções preferenciais sem voto, in Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, reimpressão de 1992, Almedina, 2003, pp. 411-451.